



ANKARA
HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

GİRİŞİM ŞİRKETLERİNİN FİNANSMANININ HUKUKİ ÇERÇEVESİ

Yavuz Selim GÜNAY

Tez Danışmanı

Prof. Dr. Mustafa İsmail KAYA

DOKTORA TEZİ

ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

NİSAN 2024



GİRİŞİM ŞİRKETLERİNİN FİNANSMANININ HUKUKİ ÇERÇEVESİ

Yavuz Selim GÜNAY

DOKTORA TEZİ

ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

NİSAN 2024

ETİK BEYAN

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Tez Yazım Kurallarına uygun olarak hazırladığım “Girişim Şirketlerinin Finansmanının Hukuki Çerçevesi” başlıklı çalışmamda; tez içinde sunduğum verileri, bilgileri ve dokümanları akademik ve etik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, tüm bilgi, belge, değerlendirme ve sonuçları bilimsel etik ve ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, tez çalışmasında yararlandığım eserlerin tümüne uygun atıfta bulunarak kaynak gösterdiğimi, kullanılan verilerde herhangi bir değişiklik yapmadığımı, bu tezde sunduğum çalışmanın özgün olduğunu, bildirir, aksi bir durumda aleyhime doğabilecek tüm hak kayıplarını kabullendiğimi beyan ederim.

Yavuz Selim GÜNAY

17.04.2024

TEZ ONAY SAYFASI

Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Eğitim Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Özel Hukuk Bilim Dalı 1682534020 öğrenci nolu öğrencisi Yavuz Selim GÜNAY öğrencisi tarafından hazırlanan “*GİRİŞİM ŞİRKETLERİNİN FİNANSMANININ HUKUKİ ÇERÇEVESİ*” başlıklı tez çalışması 14.04.2024 tarih ve 17.00 saatinde yapılan tez savunma sınavında aşağıdaki jüri tarafından OY BİRLİĞİ ile DOKTORA TEZİ olarak **KABUL** edilmiştir.

	Kabul	Ret
Başkan: Prof. Dr. Çağlar MANAVGAT İ.D. Bilkent Üniversitesi	☒	☐
Üye: Prof. Dr. Mustafa İsmail KAYA Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi	☒	☐
Üye: Prof. Dr. Kürşat GÖKTÜRK Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi	☒	☐
Üye: Prof. Dr. Mehmet ÖZDAMAR Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi	☒	☐
Üye: Prof. Dr. Cafer EMİNOĞLU Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi	☒	☐

Girişim şirketlerinin Finansmanının Hukuki Çerçevesi
(Doktora Tezi)

Yavuz Selim GÜNAY

ANKARA HACI BAYRAM VELİ ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

Nisan 2024

ÖZET

Girişimcilik hem ÷lkemiz hem de dünya ekonomisi için, ekonomik gelişme sağlaması, istihdamı artırması gibi bir çok sebeple, son derece önemlidir. Girişimcilik ekosisteminde uygulanan finansman yöntemleri, sözleşmeler, hukuk kuralları gibi unsurlar dinamik ve esnek yapısı dolayısıyla geleneksel yöntem ve kurallardan ayrışmaktadır. Girişimcilerin banka kredisi gibi geleneksel finansman yöntemlerine erişememesi dolayısıyla kitle fonlaması, gölge pay, aile ve arkadaşlar, girişim sermayesi ve melek yatırımcı gibi yenilikçi finansman yöntemleri ortaya çıkmıştır. Bu finansman yöntemlerinden en yaygın ve yapısal olarak kullanılanı girişim sermayesidir. Girişim sermayesi, çeşitli fonlar ve şirketlerden toplanan kaynakların, büyüme potansiyeli gösteren ve gelecek vadeden girişim şirketlerine, pay karşılığı yatırım yapılmasını ifade etmektedir. Girişim şirketleri bakımından finansman haricinde de bir çok faydası bulunan girişim sermayesi, Türk hukukunda SPK tarafından GSYO ve GSYF yapıları altında düzenlenmiştir. Girişim sermayesi uygulamasında en çok sorun teşkil eden hususlardan biri ise girişimci ile yatırımcı ilişkileridir. Girişimci ile yatırımcı arasında hem yatırım öncesinde hem de yatırım sonrasında bilgi asimetrisinin ve menfaat farklılaşmasının söz konusu olması, girişimci ile yatırımcı arasında yönetilmesi zorunlu hale gelen bir menfaat çatışması yaratmaktadır. Bu menfaat çatışmasının olumsuz etkilerinin en aza indirilememesi ve yönetilememesi sadece girişim şirketi için değil ÷lke ekonomisi için de olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bu menfaat çatışmasının pay devir sözleşmesi, pay sahipleri sözleşmesi, paya dönüştürülebilir borçlanma araçları gibi çeşitli sözleşmesel düzenlemelerle yönetilmesi mümkündür. Ayrıca, girişimci ile yatırımcının kendi aralarında gerçekleştirecekleri sözleşmesel kurumsal yönetim düzenlemeleri de girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesinde etkili olacaktır.

Bilim Kodu	: 51501
Anahtar Kelimeler	: Girişimcilik, Girişimciliğin Finansmanı, Girişim Sermayesi, Menfaat Çatışması, Kurumsal Yönetim
Sayfa Sayısı	: 421
Danışman	: Prof. Dr. Mustafa İsmail KAYA

Legal Framework of Entrepreneurial Finance
(Ph.D. Thesis)

Yavuz Selim Günay

ANKARA HACI BAYRAM VELİ UNIVERSITY
THE INSTITUTE OF GRADUATE STUDIES

Nisan 2024

ABSTRACT

Entrepreneurship is important for both our country and the world economy for many reasons such as providing economic development and increasing employment. Elements such as financing methods, contracts and legal rules applied in the entrepreneurship ecosystem differ from traditional methods and rules due to their dynamic and flexible structure. Since entrepreneurs cannot access traditional financing methods such as bank loans, innovative financing methods such as crowdfunding, phantom share, venture capital and angel investors have emerged. The most widely and structurally used of these financing methods is venture capital. Venture capital refers to the investment of resources collected from various funds and companies in return for shares in promising venture companies with growth potential. Venture capital, which has many benefits other than financing for venture companies, is regulated by the CMB under the structures of GSYO and GSYF in Turkish law. One of the most problematic issues in venture capital implementation is the relationship between the entrepreneur and the investor. The fact that there is information asymmetry and interest differentiation between the entrepreneur and the investor both before and after the investment creates a conflict of interest between the entrepreneur and the investor that must be managed. Failure to minimize and manage the negative effects of this conflict of interest will have negative consequences not only for the venture firm but also for the national economy. It is possible to manage this conflict of interest between the entrepreneur and the investor through various contractual arrangements such as share transfer agreements, shareholders' agreements, convertible debt instruments. In addition, contractual corporate governance arrangements between the entrepreneur and the investor will also be effective in managing the conflict of interest between the entrepreneur and the investor.

Science Code : 51501
Key Words : Entrepreneurship, Entrepreneurial Finance, Venture Capital, Conflict of Interest, Corporate Governance
Page Number : 421
Supervisor Prof. Dr. Mustafa İsmail KAYA

TEŞEKKÜR

“Girişim Şirketlerinin Finansmanının Hukuki Çerçevesi” başlıklı bu tez, Ankara Hacı Bayram Üniversitesi Lisansüstü Enstitüsü Özel Hukuk Doktora Programı’nda Prof. Dr. Çağlar Manavgat, Prof. Dr. Mustafa İsmail Kaya, Prof. Dr. Kürşat Göktürk, Prof. Dr. Mehmet Özdamar ve Prof. Dr. Cafer Eminoglu’ndan oluşan tez jürisi önünde savunularak oybirliği ile başarılı bulunmuştur.

Yüksek lisans ve doktora çalışmalarım boyunca bana güvenen, destekleyen ve her zaman yanımda olan kıymetli hocam Prof. Dr. Mustafa İsmail Kaya’ya, lisans eğitimimden itibaren her dönemde desteklerini esirgemeyen Prof. Dr. Çağlar Manavgat’a şükranlarımı sunarım.

Çalışmanın karşınızdaki hale gelmesinde katkıları olan Av. Prof. Dr. Ersin Erdoğan’a, Av. Emre Subaşı’ya, Av. Dr. Zahide Altunbaş Sancak’a, Eymen Kurt’a tezi başından sonuna kadar okuyarak kıymetli görüşlerini paylaşan Şöhret Yiğitaslan’a ve Nilay Gökçe Çınar’a, doktora eğitimimin başından sonuna kadar kolaylaştırıcı tarzıyla destek veren Hacı Çeleğen’e, TÜBİTAK Bilim İnsanı Destek Programları Başkanlığı (BİDEB) 2211-Yurt İçi Lisansüstü Burs Programı kapsamındaki destekleri dolayısıyla TÜBİTAK’a teşekkür ederim.

Doktora yapmam konusunda beni cesaretlendiren ve varlıklarına her zaman şükrettiğim ilk öğretmenim annem Hafize Günay’a ve babam Kutbettin Günay’a, bu çalışmanın en başından en sonuna kadar, hayatından çaldığım günlere rağmen, her zaman yanımda olan hayat arkadaşım Nihal Zemheri Günay’a ve hayatıma bahar getiren oğullarım Yiğit Enver Günay ve Yağız Aral Günay’a teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iv
ABSTRACT.....	v
TEŞEKKÜR	vi
İÇİNDEKİLER	vii
TABLolar LİSTESİ.....	xiv
ŞEKİLLER LİSTESİ	xv
KISALTMALAR	xvi
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİMCİLİĞİN FİNANSMANINDA TEMEL KAVRAMLAR VE TÜRLER

I. Girişimcilik Kavramı ve Ekonomik Hayat İçin Önemi	5
A. İnovasyon Kavramı	5
B. Girişimcilik ve Girişimci	7
C. Dünya’da ve Türkiye’de Girişimciliğin Gelişimi.....	9
II. Girişim Şirketi	11
A. Girişim Şirketinin Tanımı	11
B. Girişim Şirketinin Hukuki Niteliği.....	14
C. Girişim Şirketinin Gelişme Potansiyeli	18
Ç. Girişim Şirketinin Gelişme Evreleri.....	20
1. Tohum/geliştirme aşaması	21
2. Başlangıç (startup) aşaması.....	22
3. Olgunluk (maturity) aşaması.....	24
4. Büyüme/vizyon değiştirme aşaması.....	24
5. Çıkış/tasfiye aşaması.....	24
D. Girişim Şirketlerinin Ölçeği	25
E. Girişim Şirketinin Faaliyet Konusu	28
III. Girişimciliğin Finansmanı.....	31
A. Girişimciliğin Finansmanının Temel Özellikleri	31
B. Girişimciliğin Finansmanının Hukuki Özellikleri.....	33
C. Girişimciliğin Finansmanı ve Kurumsal Finansman (<i>Corporate Finance</i>)	35
Ç. Girişim Şirketinin Finansman Aşamaları	37

IV. Girişimciliğin Finansmanı Türleri	39
A. �z Finansman (<i>Bootsrapping</i>)	41
1. Kişisel kaynaklar	41
2. Aile ve arkadaşlar	44
B. Banka Kredisi	46
C. Kitle Fonlaması (<i>Crowdfunding</i>)	47
1. Kavramsal �er�eve	47
2. Kitle fonlamasının kısa tarihçesi	50
3. Türk hukukunda kitle fonlaması	51
4. Kitle fonlamasının türleri	52
a. Bağışa dayalı model	53
b. Ödül ve önceden alıma dayalı model	53
c. Borçlanmaya dayalı model	54
�. Paya dayalı model	55
5. Kitle fonlamasında taraflar	56
a. Girişimci ve girişim şirketi	56
b. Yatırımcı	58
c. Kitle Fonlaması Platformu	60
6. Kitle fonlaması sisteminin işleyişi	65
7. Kitle fonlaması sistemi hakkında değerlendirme	66
�. Kamu/�niversite Teşvikleri ve Kuluçka Merkezleri	71
1. Teknoloji geliştirme bölgeleri	72
2. Kuluçka merkezleri	75
a. Genel olarak	75
b. Kuluçka merkezlerinin işlevleri ve sağladığı menfaatler	76
c. Kuluçka merkezlerine ilişkin yurt dışı uygulamaları	78
�. Türkiye’de kuluçka merkezleri	79
3. Hızlandırıcılar/hızlandırma programı	81
4. Kamu teşvikleri	82
a. Genel olarak	82
b. Kamu teşviklerine ilişkin yurt dışı uygulamaları	83
c. Kamu teşviklerine ilişkin türkiye uygulamaları	85
D. Gölge pay sahipliği (<i>Quantum Share</i>)	90
E. Mudaraba (<i>Mudarabah</i>)	95

İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

I.	Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Unsurları	101
A.	Girişim Sermayesi Kavramı	101
B.	Girişim Sermayesi Tarihçesi	104
C.	Girişim Sermayesi Pazarı	107
1.	Küresel girişim sermayesi pazarları	107
2.	Türkiye girişim sermayesi pazarı	109
Ç.	Girişim Sermayesi Ekosistemi	112
1.	Girişimci.....	112
2.	Girişim sermayesi şirketi/yatırımcısı	113
3.	Girişim sermayesinde fon kaynakları.....	115
D.	Girişim Sermayesi Finansman Yönteminin Avantajları	117
1.	Genel Olarak	117
2.	Girişim sermayesinin yönetim ve danışmanlık desteği sağlaması	118
3.	Girişim sermayesinin ihracat etkinliği üzerindeki etkisi.....	120
4.	Girişim sermayesinin sertifikasyon etkisi	120
5.	Girişim sermayesinin girişim şirketleri bakımından diğer avantajları	121
E.	Girişim Sermayesi Türleri: Risk Sermayesi ve Özel Sermaye.....	123
F.	Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı	124
II.	Girişim Sermayesi Finansman Aşamaları ve Hukuki Özellikleri	129
A.	Genel Olarak	129
B.	Çekirdek (Tohum) Finansmanı (<i>Seed Capital</i>)	129
C.	Başlangıç Finansmanı (<i>Startup Capital</i>)	132
Ç.	Birinci Devre Finansmanı/Erken Aşama Finansmanı	134
D.	Gelişme/Büyüme Finansmanı (<i>Expansion/Development Finance</i>)	135
E.	Köprü Finansmanı (<i>Bridge Financing</i>) / Ara Finansman (<i>Mezzanine Finance</i>) ..	137
F.	Yerine Koyma Sermayesi (<i>Replacement Financing</i>)	138
G.	Kurtarma Finansmanı (<i>Vulture Finance/Recovery Financing/Turnaround Financing</i>)	139
III.	Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi ve Girişim Sermayesi Yatırımından Çıkış.....	141
A.	Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi	141
1.	Fon toplanması	142
2.	Yatırım	142

3. Yönetim, gözetim ve değer katma	147
B. Girişim Sermayesi Yatırımlarından Çıkış (<i>Exit</i>)	147
1. Halka arz (Initial Public Offering -IPO)	149
2. Hisse satışı / blok satış (<i>Trade Sale</i>)	153
IV. Türk Hukuk Düzenlemelerinde Girişim Sermayesi.....	156
A. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	156
1. Tanım ve genel özellikler.....	156
2. GSYF'lerin yönetimi ve temsili	159
3. GSYF bilgilendirme dokümanları.....	161
4. GSYF'lerin hukuki özellikleri.....	162
a. Fon mal varlığının yönetilmesinde inançlı mülkiyet esası	163
b. Portföyün vekâlet akdi hükümlerine göre yönetilmesi	166
5. GSYF'lerin faaliyetleri.....	168
a. Fonun kuruluşu ve pay ihracı	168
b. Fon katılma payı.....	170
c. Fon yatırımları	171
ç. Girişim sermayesi yatırımlarında imzalanacak sözleşmeler	172
d. Fon giderleri ve kâr payı	174
6. GSYF'lere ilişkin vergi avantajları	175
B. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar	176
1. GSYO'ların tarihi gelişimi	176
2. GSYO'ların tanım ve genel özellikleri	178
3. GSYO'ların kuruluşu	180
4. GSYO'ların kayıtlı sermaye sistemine sahip olması	182
5. GSYO'ların paylarının özellikleri.....	183
6. GSYO paylarının ihracı, satışı ve devri	184
a. GSYO paylarının halka arz yoluyla satışı	184
b. GSYO paylarının nitelikli yatırımcıya satışı	185
c. GSYO paylarının devri.....	187
7. GSYO'ların faaliyetleri.....	188
8. GSYO Tebliği'nin finansal yardım yasağı kapsamında değerlendirilmesi.....	190
9. GSYO'lara ilişkin vergi avantajları	192
C. BİST Girişim Sermayesi Pazarı.....	193
1. BİST girişim sermayesi pazarının tanımı ve genel özellikleri	193

2.	BİST girişim sermayesi pazarında işlem görmeye ilişkin koşullar ve pazarın işleyişi	194
3.	Yurtiçi ve yurtdışında bulunan benzer pazarlar ve düzenlemeler	196
a.	Genel olarak.....	196
b.	Avrupa Birliği MiFID II düzenlemeleri	198
c.	Londra Borsası (LSE) AIM (Alternative Investment Market)	200
ç.	Nasdaq First North Growth Market	202
d.	TSX Venture Exchange.....	203
e.	BİAŞ Gelişen İşletmeler Pazarı (ilga edilmiştir).....	205
4.	Girişim sermayesi pazarına ilişkin değerlendirmelerimiz.....	207

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MENFAAT ÇATIŞMASI AÇISINDAN GİRİŞİM ŞİRKETLERİNDE YATIRIMCI VE GİRİŞİMCİ İLİŞKİSİ

I.	Menfaat Çatışması/ Vekâlet Sorunu (<i>Agency Conflict</i>)	211
A.	Kavramsal Olarak Menfaat Çatışması	211
B.	Menfaat Çatışması Türleri.....	214
1.	Yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki (dikey) menfaat çatışması	215
2.	Azlık pay sahipleri ile hâkim pay sahipleri arasındaki (yatay) menfaat çatışması.....	219
C.	Menfaat Çatışması ve Şirketler Bakımından Yarattığı Maliyet	223
1.	Genel çerçeve ve pay sahipliği yapısının etkisi.....	226
2.	Menfaat çatışması çerçevesinde, Türk hukukunda çoğunluk pay sahiplerinin güvene dayalı sorumluluğu	229
3.	Değerlendirmelerimiz.....	235
II.	Girişimci ile Yatırımcı Arasındaki Menfaat Çatışmaları	236
A.	Arka Plan ve Genel Değerlendirme	236
B.	Girişimci ile Yatırımcı Arasındaki Bilgi Asimetrisi ve Menfaat Dengesi	237
C.	Girişim Sermayesi Finansman Sisteminde Menfaat Çatışması.....	241
1.	Girişim sermayesi yatırımlarında asıl vekil ilişkisi	241
2.	Girişim sermayesi yatırımlarında yatırım öncesi dönemin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesi.....	243
3.	Girişim sermayesi yatırımlarında yatırım sonrası dönemin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesi.....	246
a.	Genel olarak	246
b.	Girişim sermayesi yatırımlarında hem yatay hem dikey menfaat çatışmasının bulunması.....	247

c. Girişim şirketlerinde zayıflamış “affectio societatis” unsuru.....	249
4. Girişim sermayesi yatırımlarında menfaat çatışmasının yönetilmesinin önemi	252
III. Menfaat Çatışmalarının Yönetilmesi ve Etkisinin En Aza İndirilmesi Amacıyla Uygulanabilecek Hukuki Mekanizmalar.....	253
A. Genel Çerçeve	253
B. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Sözleşmesel Yönetim	255
1. Sözleşmesel yönetimin genel çerçevesi	255
2. Pay devir sözleşmesi ve/veya iştirak sözleşmesi.....	256
a. Pay devir sözleşmesi	257
aa. Niteliği	257
bb. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin yönetilmesindeki işlevi.....	261
b. İştirak sözleşmesi	267
aa. Genel olarak	267
bb. Niteliği, tarafları ve şekli	268
cc. TTK sistemindeki yeri.....	270
çç. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin yönetilmesindeki işlevi	273
2. Pay sahipleri sözleşmesi	274
a. Genel olarak	274
b. Pay sahipleri sözleşmesinin amacı ve işlevi	276
c. Niteliği ve özellikleri.....	278
ç. Girişim şirketlerinde ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından işlevi.....	281
d. Girişim şirketlerine özgü pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan hükümlerin esas sözleşmeye aktarılması sorunu.....	282
e. Girişim şirketlerine özgü pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan özel hükümler.....	286
aa. Genel olarak	286
bb. Paraya çevirmede öncelik hakkı veya tasfiye payı imtiyazı (<i>Liquidation Preference</i>)	288
cc. Sulandırılmayı ve değer kaybını önleme hakları (<i>anti-dilution and down round protection</i>).....	295
3. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri	307
a. Genel olarak.....	307
b. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin işleyişi.....	308

c.	Türk hukukunda paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin girişim yatırımları bakımından uygulanabilirliği	312
ç.	Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesindeki işlevi	318
C.	Girişim Şirketlerinde Kurumsal Yönetim	321
1.	Kurumsal yönetim.....	321
2.	Sözleşmesel kurumsal yönetim	323
3.	Türk hukukunda kurumsal yönetime ilişkin kanuni düzenin menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından yeterliliği.....	325
a.	Türk hukukunda genel kurul düzenlemelerinin menfaat çatışmaları bakış açısından incelenmesi	326
b.	TTK’da yer alan yönetim kurulu düzenlemelerinin menfaat çatışmaları açısından incelenmesi	328
aa.	Yönetim kurulunun özellikleri.....	329
bb.	Yönetim kurulunun yapısı ve organizasyonu.....	331
cc.	Yönetim kurulunun işleyişi ve faaliyetleri	333
4.	Girişim şirketlerinde yatırım sonrası kurumsal yönetim düzenlemeleri .	335
a.	Genel olarak.....	335
b.	Girişim şirketlerinde genel kurul düzenlemeleri	336
c.	Girişim şirketlerinde yönetim kurulu düzenlemeleri.....	340
aa.	Genel olarak.....	340
bb.	Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun oluşumu	340
cc.	Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun organizasyonu	343
çç.	Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun işleyişi	348
5.	Türkiye’de kurulmuş olan girişim şirketlerinde yatırımcının yönetim kurulunda yer almasına ilişkin araştırma sonuçları	348
	SONUÇ	357
	KAYNAKLAR	369
	ÖZGEÇMİŞ	421

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 2.1. Avrupa Komisyonu KOBİ kategorileri.....	26
Tablo 3.1. Melek yatırımcı ve girişim sermayesi farkları.....	127
Tablo 3.3. Yatırımcının Yönetim Kurulu Üyesi Olduğu Girişim Şirketleri	352
Tablo 3.4. Yatırımcının Yönetim Kurulu Üyesi Olmadığı Girişim Şirketleri	353



ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 2.1. Girişim şirketlerinin aşamaları	21
Şekil 2.2. Girişim şirketinin aşamaları	23
Şekil 3.1. ABD girişim sermayesi yatırımları.....	108
Şekil 3.2. AB girişim sermayesi yatırımları.....	109
Şekil 3.3. Türkiye girişim sermayesi yatırımları.....	111
Şekil 3.4. Örnek bir girişim sermayesi şirketi fon yapısı.....	117
Şekil 3.5. Finansman aşamaları.....	140
Şekil 3.6. Girişim sermayesi işleyiş aşamaları.....	142
Şekil 3.7. Girişim sermayesi yatırım süreçleri ve ilgili sözleşmeler.....	146



KISALTMALAR

AB	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
age	Adı geçen eser
agm	Adı geçen makale
AIM	London Stock Exchange Alternative Investment Market
Ar-Ge	Araştırma Geliştirme
A.Ş.	Anonim Şirketi
BATİDER	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BİAŞ	Borsa İstanbul AŞ
BİST	Borsa İstanbul
BKS	Bireysel Katılım Sermayesi
BKS Yönetmeliği	15 Şubat 2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Bireysel Katılım Sermayesi (BKS) Hakkında Yönetmelik
Bkz.	Bakınız
Borçlanma Araçları Tebliği	VII-128.8 Sayılı Borçlanma Araçları Tebliği
f.	Fıkra
C	Cilt
CEO	Chief Executive Officer
dn.	dipnot
Dolar	ABD Doları
E.	Esas
Ed.	Editör
EU	European Union
ESMA	European Markets and Securities Authority
eTTK	6762 Sayılı mülga Türk Ticaret Kanunu

GİP	Gelişen İşletmeler Pazarı
GSP	Girişim Sermayesi Pazarı
GSP Tebliği	II-16.3 Sayılı Payları Girişim Sermayesi Pazarında İşlem Görecek Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği
GSYF	Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
GSYF Tebliği	III-52.4 Sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
GSYO Tebliği	III-48.3 Sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği
GVK	193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu
HD	Hukuk Dairesi
HGK	Hukuk Genel Kurulu
HMK	6100 Sayılı Hukuk Usulü Muhakemeleri Kanunu
IAS/IFRS	Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları
İİK	2004 Sayılı İcra ve İflas Kanunu
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
K.	Karar
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kitle Fonlaması Tebliği	III-35.A.1 Sayılı Kitle Fonlaması Tebliği
KISS	Keep It Simple Agreement
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KOSGEB	T.C. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
KVK	5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
m.	Madde
M&A	Mergers and Acquisitions
MERSİS	Merkezi Sicil Kayıt Sistemi

MiFID II	Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU
MKK	Merkezi Kayıt Kuruluşu
No.	Numara/Number
NVCA	National Venture Capital Association
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
PDT	Paya Dönüştürülebilir Tahvil
PE	Private Equity
S	Sayı
s.	Sayfa
ss.	Sayfa Aralığı
SAFE	Simple Agreement for Future Equity
SBA	US Small Business Administration
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
T.	Tarih
TBK	66098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu
TCMB	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TCK	5237 Sayılı Türk Ceza Kanunu'nun
TEKMER	Teknoloji Merkezi
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TMS	Türkiye Muhasebe Standartları
TL	Türk Lirası
eTTK	6672 Sayılı Mülga Türk Ticaret Kanunu
TMK	Türk Medeni Kanunu
TTK	6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu

TTSG	Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
USD	ABD Doları
vb.	ve benzeri
VC	Venture Capital
vd.	ve devamı



GİRİŞ

Girişimcilik, 21 yüzyılın en önemli iktisadi kavramlarından biri olarak nitelendirilebilir. Bugün sahip oldukları milyarlarca dolarlık piyasa değerleri ile dünyanın en değerli şirketleri arasında yer alan Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla, NVIDIA gibi şirketler, girişim şirketi olarak kurulmuş ve girişim sermayesi yatırım almış şirketler arasındadır¹. Başka bir açıdan baktığımızda ise ABD sermaye piyasalarının %41'inin girişim şirketi olarak kurulmuş olan şirketlerden oluştuğu görülmektedir². Türkiye'de de Getir, Trendyol, Peak Games, Insider, Dream Games gibi girişim şirketleri 1 milyar Amerikan Doları üzerindeki değerleri ile Türkiye'nin en değerli şirketleri arasında yer almaktadır.

Ekonomi açısından taşıdığı öneme ilaveten girişimcilik, inovasyon ve ar-ge bakımından da son derece önemlidir. Girişimcilik, ar-ge ve inovasyon neticesinde ortaya çıkan ürün ve/veya hizmetlerin ticarileşmesini sağlamakta ve böylece inovasyon bakımından bir merkez kavram görevi görmektedir. Bugün ABD'li şirketlerin yapmış oldukları Ar-Ge harcamalarının %62'si girişim şirketleri tarafından yapılmaktadır³. Girişimcilik, yaratmış olduğu iş gücü ve diğer katma değer bakımından değerlendirildiğinde ise toplumsal olarak da hayati bir konumdadır. Bu bakımdan girişimcilik hem dünya hem ülkemiz ekonomisinin büyümesi, işsizlikle mücadele ve toplumsal refahın artırılması bakımından büyük önem arz etmektedir.

Girişimciliğin merkezinde ise girişimci ve girişim şirketi bulunmaktadır. Girişim şirketinin en temel özellikleri ise spekülatif olması, yüksek risk barındırması, yüksek getiri olasılığına sahip olmasıdır⁴. Çoğunlukla teknoloji odaklı olan bu şirketler uzun süre sahip oldukları ekip ve fikri haklar dışında bir sermayeye ve mal varlığına sahip olamamaktadırlar. Bütün bu özellikler ise girişim şirketini diğer şirketlerden ayırmaktadır.

¹ National Venture Capital Association (2023). NVCA 2023 Yearbook. s. 11. <https://nvca.org/nvca-yearbook/> (e.t. 31.01.2024).

² Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2021). *The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies*. Stanford University, Graduate School of Business. s 3.

³ Gornall/Strebulaev, agm, 3.

⁴ Fan, J. S. (2016). "Regulating Unicorns: Disclosure and the New Private Economy." *Boston College Law Review*, 57, 583-642. s. 590.; Ibrahim, D. M. (2019). "Public or Private Venture Capital?", *94 Washington Law Review*, 1, 1137-1174.

Girişim şirketlerini diğer şirketlerden ayıran bir diğer husus ise bu şirketlerin finansmana erişiminde yaşanan zorluklardır. Herhangi bir mal varlığının ve stabil nakit akışlarının olmaması bu şirketlerin geleneksel finansmana erişimini zorlaştırmaktadır. Bu özelliklere sahip olan bir şirketin herhangi bir finans kuruluşundan kredi alması neredeyse imkânsızdır. Bu imkânsızlık girişim şirketlerinin finansmanı bakımından yaratıcı yöntemlerin ortaya çıkmasına sebebiyet vermiştir.

Girişimcilik ve girişimciliğin finansmanının ülke ekonomisi açısından taşıdığı önemle kıyasladığımızda bu konu Türk hukukunda yeterince ilgi görmemiştir. Girişimcilik ve girişimciliğin finansmanı ile ilgili olarak Türk hukukunda yapılan çalışmalar, kitle fonlamasına ilişkin çalışmalar bir kenara bırakılacak olursa, bir elin parmaklarını geçmeyecek sayıdadır. Bu ilgisizliğin temelinde konunun finans ve ekonomi ile iç içe geçmiş olması ve temel düzeyde finans okuryazarlığı gerektirmesinin yattığı kanaatindeyiz. Ayrıca konunun Kıta Avrupası ülkelerinde az ilgi görmesinin de Türkiye’deki ilgisizlik üzerinde etkili olduğunu düşünüyöruz. Öğretinin konuya ilgisizliği uygulama açısından da çeşitli sakıncalar doğurmaktadır. Uygulamada genellikle ABD veya İngiltere’den alınmış sözleşmelerin tercüme edilerek kullanıldığı ve bu sözleşmelerde yer alan düzenlemelerin Türk hukuku karşısındaki konumunun yeterince değerlendirilmediği gözlemlenmektedir.

Kavramın Türk hukukunda yeterince ilgi görmemesi bir kısım sorunları da beraberinde getirmektedir. Uygulama merkezli olan konunun tespiti ve sınırlandırılması, konuya ilişkin kaynakların finans ağırlıklı olması dolayısıyla bunların tasnifi ve anlamlandırılması çalışmanın temel zorlukları arasında yer almıştır. Gerçekten de sorunun Türkiye’de çok sınırlı çalışılmış olması, Türkiye dışında da genellikle finansçılar tarafından çalışılmış olması araştırma sürecini zorlaştırmıştır.

Çalışmamızda girişimcilik, girişimciliğin finansmanına özgü yöntemler, girişim sermayesi ve girişim sermayesi yatırımlarında ortaya çıkan menfaat çatışmaları incelenmektedir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Çalışmanın birinci bölümünde girişimcilik kavramı incelenmiş, sonrasında ise çalışmanın merkez kavramı olan girişim şirketi üzerinde detaylı olarak durulmuştur. Çalışmanın birinci bölümünde ayrıca, finansal

ve hukuki özellikleri ile girişimcilik finansmanı olgusu ele alınmıştır. Bu bölümde son olarak girişim sermayesi dışındaki girişimcilik finansman türleri, kitle fonlaması gibi Türk hukukunda ilgi çekmiş olan yöntemler de dâhil edilerek detayına inmeden tetkik edilmiştir. Bu bölümde ayrıca, karşılaştırmalı olarak kamu teşvikleri, kuluçka merkezleri ve mudaraba gibi geleneksel finansman yöntemlerine ilave olarak bu çalışma kapsamında ilk kez bir girişimcilik finansman yöntemi olarak nitelendirilen gölge pay sahipliği de incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümü, girişim sermayesi finansman modeline ayrılmıştır. Bu bölümde girişim sermayesine ilişkin temel kavramlar ve girişim sermayesi finansman aşamaları ile bunların hukuki özellikleri üzerinde detaylı olarak durulmuştur. Girişim sermayesi sisteminin işleyişi, bu finansman türündeki aşamalar ve girişim sermayesi yatırımcısının yaptığı yatırımdan çıkışı da bu kısımda ele alınmıştır. İkinci bölümde ayrıca, Türk hukukunda girişim sermayesi düzenlemeleri olarak girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin esaslar ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar detaylı olarak tetkik edilmiştir. SPK ve BİST tarafından halka arz bakımından geçerli olan mali kriterlerin yükseltilmesi⁵ neticesinde önem kazanacağını düşündüğümüz girişim sermayesi pazarına ilişkin esaslar da dünyadaki başarılı örnekleri ile karşılaştırmalı olarak bu bölümde ele alınmıştır.

Çalışmanın son bölümünde ise, girişim sermayesi yatırımlarında girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışması ve bu çatışmanın yönetilebilmesi açısından uygulanabilecek yöntemler üzerinde durulmuştur. Bu kapsamda, öncelikli olarak menfaat çatışması kavramı, menfaat çatışması türleri ve bu çatışmanın sebepleri karşılaştırmalı hukuk ve ekonomi perspektifinden incelenmiştir. Menfaat çatışmalarının girişim şirketleri bakımından ele alınması ve girişim sermayesi yatırımlarında asıl-vekil analizi de bu bölümde yapılmıştır. Bu analiz gerçekleştirilirken özellikle girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi ve menfaat dengesi ekseninde bir değerlendirme yapılmıştır.

⁵ 29 Aralık 2023 tarihli ve 2023-82 sayılı SPK Bülteni <https://spk.gov.tr/data/658f25ff8f95db27604610b0/82-2023.pdf> (e.t. 25.01.2024); 29 Aralık 2023 tarihinde revize edilmiş olan BİST Kotasyon Yönergesi https://borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf (e.t. 25.01.2024).

Girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmalarının yatırım öncesi dönem ve yatırım sonrası dönem olmak üzere iki farklı dönemde dikkate alındığı çalışmamızın üçüncü bölümünde, girişim şirketleri bakımından söz konusu olan menfaat çatışmalarının yönetilmesi ve etkisinin en aza indirilmesi amacıyla uygulanabilecek hukuki araçlar üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu kapsamda, öncelikle sözleşmesel yöntemler olarak nitelendirdiğimiz pay devir sözleşmesi, iştirak sözleşmesi, pay sahipleri sözleşmesi temel hukuki özellikleri ve girişim şirketlerine özgü hükümleriyle birlikte incelenmiştir. Bu bölümde ayrıca, paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri hem dünya uygulaması hem de Türk hukuku bakımından detaylı olarak tetkik edilmiştir. Bu çalışmanın konusu olmaması dolayısıyla bu sözleşmelerin tüm detaylarına değinilmediğini ve daha önce yapılmış çalışmalara konu olan hükümlerine çalışmada sadece değinilmekle yetinildiğini ifade etmek isteriz.

Çalışmanın üçüncü bölümünde ayrıca, girişim şirketlerin kurumsal yönetim hususu yönetim kurulu ve genel kurul ekseninde ele alınmıştır. Kurumsal yönetime ilişkin olarak girişim şirketlerinde yönetim kurulunun organizasyonu, yapısı, işleyişi, faaliyetleri, kompozisyonu ve optimal büyüklüğü gibi hususlar menfaat çatışmaları bağlamında incelenmiştir. Son olarak, kamuya açık kaynaklar üzerinden yaptığımız detaylı bir çalışma ile Türkiye’de kurulmuş olan girişim şirketlerindeki kurumsal yönetim yapısı istatistiki verilerle açıklanmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİMCİLİĞİN FİNANSMANINDA TEMEL KAVRAMLAR VE TÜRLER

I. Girişimcilik Kavramı ve Ekonomik Hayat İçin Önemi

A. İnovasyon Kavramı

İnovasyon (yenileşim)⁶, yeni ve daha gelişmiş ürünler yaratarak hem tüketiciye menfaat sağlamakta hem de ekonomik gelişmeyi hızlandırmaktadır⁷. İnovasyon, modern toplumların gelişiminde ve ekonomik büyümede en önemli faktörlerden birine dönüşmüştür. Bu gerçeğin de etkisiyle inovasyon hem ülkelerin hem eğitim kurumlarının hem de çok uluslu kuruluşların gündeminde en üst sıradan yer edinmiştir. Örneğin, Avrupa Birliği üye ülkelerinin bilgi temelli rekabetçi ekonomi olmasını amaçlamalarıyla paralel olarak inovasyon, AB'nin de gündeminde önemli bir yer edinmiş ve bu konuda birlik seviyesinde önemli çalışmalar başlatılmıştır⁸.

İnovasyon, girişimciliğin temeli ve en önemli unsurlarından biridir. Bir kavram olarak inovasyonun tanımlanması, kavramın içerdiği ekonomik, teknolojik, sosyolojik öğelerin girift bir şekilde birbirine geçmiş olması sebebiyle güçlük arz etmektedir. Bununla birlikte, inovasyonun tanımlanması konusunda son derece başarılı olarak nitelendirilebilecek çalışmalar da mevcuttur.

Oslo Kılavuzu'na göre inovasyon, potansiyel müşterilerin kullanımına sunulmuş olan daha önceki ürün veya süreçlerden önemli ölçüde farklılaşan yeni veya geliştirilmiş bir ürün veya süreci (ya da her ikisinin birleşimini) ifade etmektedir⁹. Amerika Birleşik Devletleri Küçük İşletmeler Yönetimi (SBA) tarafından yapılan tanıma göre ise inovasyon, bir icadın ortaya çıkarılması ile

⁶Türk Dil Kurumu (2023). *Sözlük*.

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5ce2d6e643eed1.50307704 (e. t. 20 Mayıs 2019).

⁷ United States. Federal Trade Commission. (2003). *To Promote Innovation: The Proper Balance of Competition and Patent Law and Policy*. DIANE Publishing, s. 1.

⁸ Borras, S. (2003). *The Innovation Policy of the European Union from Government to Governance*. Edward Elgar Publishing, s. 2.

⁹ OECD/Eurostat. (2018). *Oslo Manual 2018: Guidelines for Collecting, Reporting and Using Data on Innovation* (4. Baskı). The Measurement of Scientific, Technological and Innovation Activities, OECD Publishing, Paris/Eurostat, Luxembourg, s. 18.

başlayan, icadın geliştirilmesi ile devam eden ve yeni bir ürün, süreç veya hizmetin piyasaya sürülmesi ile sonuçlanan süreç olarak tanımlamaktadır¹⁰.

Yukarıda yapılan tanımlardan hareketle, inovasyonun asgari şartlarının yeni bir şeyler yaratmak ve onu pazara başarılı bir şekilde uygulamak olduğu söylenebilir¹¹. Bu tez bakımından önem arz eden konu, inovasyonun pazara başarılı bir şekilde uygulanmasıdır. İnovasyon; süreçler, ürünler, hizmetler ve teknoloji ile ilgilidir. İnovasyonun pazara doğru bir şekilde uygulanması ise girişimcilik sayesinde mümkün olmaktadır.

İnovasyonu güncel ekonomik hayatın odağına getiren husus ise, inovasyonun istihdam yaratmanın ve ekonomik büyümenin en önemli faktörlerinden birine dönüşmesidir¹². Tarihsel olarak incelendiğinde, ekonomik gelişmenin kaynakları olarak tarım, sanayi ve hizmet sektörleri gösterilmiştir¹³. Bununla birlikte, modern ekonominin ve gelişmenin temeli olarak teknoloji ve inovasyon gösterilmektedir. Bugün ekonomi ve finans alanında yapılan çalışmaların büyük çoğunluğu inovasyon ile toplumsal gelişme ve ekonomik ilerleme arasında önemli bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Ayrıca, inovasyonun şirketlerin rekabetçiliği ve ulusların gelişmesi bakımından çok önemli bir etken olduğu da akademide genel olarak kabul edilmektedir.¹⁴

Bütün bu açıklamalar ışığında inovasyonun kendi kendine gelişecek sihirli bir kavram olduğu düşünülmemelidir. İnovasyon ancak hem toplumsal gelişmenin hem de ekonomik ilerlemenin yüksek olduğu toplumlarda ve ülkelerde söz konusu olmaktadır. Ayrıca, inovasyonun devlet düzeyinde desteklenmesi, girişim temelli bir ekonominin hayata geçirilmesi, bilimsel çalışmaların çokluğu inovasyon ortamının ortaya çıkması ve yaşaması için gerekli olan yapısal koşullardır.

¹⁰ Day, R., Eliasson, G., Wihlborg, C. (1993). *The Markets for Innovation, Ownership and Control*. North Holland, s 29-30.

¹¹ Brown, T. E., Ulijn, J. M. (ed.). (2004). *Innovation, Entrepreneurship and Culture: The Interaction Between Technology, Progress and Economic Growth*. Edward Elgar Publishing, s. 2.

¹² Lalkaka, R. (2001). "Fostering Technological Entrepreneurship and Innovation". *Millennium Book*, s. 1-18. (Technological Entrepreneurship); Kokot-Stępień, P. (2022). "The Importance of External Financing in Management of Innovative Processes in the SME Sector." *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*, 21(1), 145–163.

¹³ Day/Eliasson/Wihlborg, a.g.e., s. 32-33.

¹⁴ Souitaris, V. (2003). "Determinants of Technological Innovation: Current Research Trends and Future Prospects" iç Shavinina, L.V. (2003). (ed.) *The International Handbook on Innovation*, s. 513-528.

B. Girişimcilik ve Girişimci

Büyük kaynaklar ayrılarak gerçekleştirilen inovasyon, girişimcilik olmadan ticarileştirimeyecek, insan hayatına dokunamayacak ve dolayısıyla sadece teorik bir çalışmadan ibaret kalacaktır. Bu anlamda inovasyon ve girişimcilik, birbirlerini tamamlayan bütünleyici iki kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Girişimciliğin tanımı daha çok işletme ve iktisat bilimlerinin ilgi sahasına girmektedir. Bununla beraber girişimciliğin tanımı bizi girişimcinin tanımı ve özelliklerine götüreceğı için önem arz etmektedir.

Türk Dil Kurumu girişimciyi “*üretim için bir işe girişen kalkışan kimse; ticaret, endüstri vb. alanlarda sermaye koyarak girişimde bulunan kimse; müteşebbis*” olarak tanımlamaktadır¹⁵. Bu tanım, herhangi bir işe girişen herhangi bir kimseyi girişimci olarak kabul ettiğı için, gerçek anlamda girişimciyi açıklamaktan uzaktır. Finansal bir bakış açısında girişimci ise, “*piyasa koşulları içinde, yatırılacak sermayeye en yüksek geliri sağlayacak mal ve hizmetlerin üretimini öngören ve bu amaçla sermayeyi üretim sürecine sokan kişi*” olarak tanımlanmaktadır¹⁶. Bu tanımın da ‘modern’ girişimciyi açıklamakta yeterli olmadığı kanaatindeyiz.

Özellikle yönetim bilimleri öğretilinde girişimcilik, sermaye ile ilişkilendirilmekte ve bu sermaye ile işletme kurmanın altı çizilmektedir. Bu kapsamda girişimci, ‘*mal veya hizmet üretmek veya pazarlamak için sahip olduğı sermayeyi ortaya koyarak amacına ulaşmak için bir işletme kuran ve bu işletmeyi ya yöneten ya da yönetim konusunda profesyonel bir uzmandan yardım alan ve kâr elde etmeyi amaçlayan kişi*’ olarak tanımlanmaktadır¹⁷. Bu tanım kapsamında örneğın küçük bir büfe veya restoran işletmek için yatırım yapan kişi de girişimci olarak nitelendirilebilecektir. Yıkıcı teknolojilerin hem ekonomiyi hem de gündelik hayatımızı hızlı bir biçimde dönüştürdüğü ve bu yıkıcı teknolojilerin ‘modern’ girişimciler eliyle hayat bulduğı günümüz koşulları bakımından bu tanımın eksik olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.

¹⁵ <https://sozluk.gov.tr/> (e. t. 7 Temmuz 2020).

¹⁶ *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*. (2012). Globus Dünya Yayınevi. s 178.

¹⁷ Efil, İ. (1999). *İşletmelerde Yönetim ve Organizasyon*. (6. Baskı). İstanbul: Alfa Basım.

Gerçekten özellikle bu tezin de konusu olan finansman yöntemleri dikkate alındığında, girişimcilik bakımından ortaya konan sermayenin artık maddi sermaye olmadığı, fikrî ve sınai mülkiyetin, entelektüel gücün, stratejik düşüncenin en temel sermaye olduğu görülmektedir. Bu anlamda girişimciliği temel olarak; var olmayan bir işi yaratmak, yeni bir ürün üretmek veya mevcut olan bir ürünü ya da hizmeti değiştirmek gibi yöntemlerle farklı bir şey ortaya koymak olarak tanımlamak mümkündür¹⁸. Girişimcilik teorisinin önemli isimlerinden Casson, ekonomi teorisi perspektifinden, girişimciyi kıt kaynakların koordinasyonu için analitik kararlar alma konusunda uzmanlaşmış kişi olarak tanımlamaktadır¹⁹. Avrupa Komisyonu üyesi Olli Rehn *Girişimcilik Politikası* isimli kitap için yazdığı önsözde girişimciliği, bir düşünce tarzı olarak belirtmiş ve girişimciyi yaratıcılık ve bilgisini, stratejik vizyon ve yönetim yetkisi ile harmanlayarak fırsatları iktisadi değere dönüştüren kişi olarak tanımlamıştır²⁰.

Girişimcilikle sıklıkla karıştırılan kurumsal girişimcilik kavramının da açıklanmasının faydalı olacağı kanaatindeyiz. Kurumsal girişimcilik, işletme, şirket veya kurum içerisinde risk alma, inovatif davranma ve ortaya çıkan fırsatları değerlendirme davranışlarının gösterilmesidir²¹. Bu kapsamda; inovatif, risk alan ve rakiplerinden hızlı hareket ederek proaktif bir tutum sergileyen şirketler, kurumsal girişimci şirketlerdendir. Kurumsal girişim kavramındaki girişimci bir işe yeni baştan girişen anlamında değil, girişimciliğin modern yaklaşımı kapsamında yeniliklere yatırım yapan ve bunlarla ilgili risk alan kurumlar bakımından bir sıfat niteliğindedir.

Yukarıda kısaca açıklandığı üzere girişimcilik hem ekonomi hem de yönetim bilimleri alanında ilgi çeken konulardan biri olarak çokça çalışılmıştır. Yapılan çalışmaların girişimci veya girişimcilik konusunda herkesçe kabul edilen ortak bir tanıma ulaşmış olduklarını söylemek mümkün değildir. Bu çalışmanın konusu

¹⁸ Reynolds, P. D. (2007). *Entrepreneurship in the United States: The Future is Now*. Springer Science and Business Media, s. 20.

¹⁹ Casson, M. (2003). *The Entrepreneur: An Economic Theory*. (2. Baskı). Edward Elgar Publishing, s. 20.

²⁰ Lundstrom, A., Stevenson, L. A. (2005). “*Entrepreneurship Policy: Theory and Practice*.” International Studies in Entrepreneurship. New York: Springer, c. 9, s. x.

²¹ Bulut, Ç., Fiş, A., Aktan, B., ve Yılmaz, S. (2008). “Kurumsal Girişimcilik: Kavramsal Yapı Üzerine Bir Tartışma.” *Journal of Yaşar University*, 3(10), 1389-1416.

kapsamında girişimciliğin ‘modern’ ve kapsayıcı tanımı açısından maddi sermayenin ciddi bir önemi olmadığına altını çizmek gerekir.

Gerçekten de girişimci; kendi analitik düşünme, sosyal çevre edinme, ihtiyaçları doğru tespit edebilme gibi yeteneklerini kullanarak fırsatları ekonomik değere dönüştüren veya fırsatları yaratan kişidir. Bu bakımdan modern girişimcilik ekosisteminde, girişimcilere özgü bir kısım finansman yöntemleri ortaya çıkmış ve bu yöntemler önemli ölçüde kurumsallaşmıştır.

C. Dünya’da ve Türkiye’de Girişimciliğin Gelişimi

Girişimcilik, ilk çağlardan itibaren insanlığın ekonomik ilerlemesindeki en büyük yapı taşlarından biri olmuştur. Girişimciliğin takas ve barter müesseseleri kadar eski olduğu ancak pazar ekonomisinin toplum içerisinde yerleşmesinden sonra görünür olduğu söylenebilir²².

Her ne kadar tarihin her döneminde girişimcilik insan hayatı içerisinde yer alsa da bunun neredeyse günümüze kadar ekonomik hayat üzerindeki etkisi sınırlı kalmıştır. Sanayi Devrimi’nin gerçekleşmesi ile şehirli nüfusun artması, sanayi üretiminin başlaması, devletler dışında servet birikiminin gerçekleşmesi girişimciliği önemli ölçüde ivmelendirmiş ve girişimcilik ekonomi içerisinde bir üretim faktörü olarak kabul edilmeye başlanmıştır²³. Girişimciliğin Sanayi Devrimi’nin ortaya çıkmasında da son derece etkili olduğu kabul edilmektedir²⁴. Daha farklı bir ifade ile, artan bilgi birikimi ve coğrafi keşifler neticesinde ortaya çıkan Sanayi Devrimi, çağdaş girişimciliğe de kaynaklık etmiştir²⁵.

Devam eden tarihî süreçte serbest piyasa ekonomisine geçilmesi ile birlikte girişimcilik ekonominin temel yapı taşlarından biri haline gelmiştir²⁶. Ancak ‘modern’ girişimciliğin ekonomik ve sosyal hayat içerisinde gerçek bir aktör hale gelmesi bilgisayarın ve internetin bulunması ve insanların hayatının önemli bir

²² Hebert, R.F., Link A.N. (2009). *A History of Entrepreneurship*. Routledge Studies in History of Economics. s 1.

²³ Marangoz, M. (2017). *Girişimcilik*. (4. Baskı). Beta Yayınları, s 7-8.

²⁴ Casson, M., & Casson, C. (2014). “The History of Entrepreneurship: Medieval Origins of a Modern Phenomenon”. *Business History*, 56(8), 1223-1242.

²⁵ Oran, Ö. (2020). *Türkiye’de Girişimciliğin Geliştirilmesinde Girişimcilik ve Kuluçka Merkezlerinin Rolü: Küçükçekmece Girişimcilik ve İnovasyon Merkezi (KÜGİM) Örneği*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s 16.

²⁶ Doğan, S. (2015). *Girişimcilik*. İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi, s 35.

parçası haline gelmesiyle mümkün olmuştur. İnternet ve bilgisayar bu anlamda da Say'ın ifadesiyle²⁷ “*Yeni Dünya-Yeni Ağ*”ı ve yeni bir çağı oluşturmaktadır.

Türk tarihinde girişimciliğin çok parlak bir geçmişi olmadığını söylemek mümkündür. Tarihçiler ve ekonomistler tarafından incelenmesi gereken çeşitli sebeplerle girişimcilik, Türk ekonomi tarihinde önemli bir yer tutmamıştır. Bunda Türklerin çoğunlukla askerlik ve çiftçilik gibi meslekler işgal etmeleri ve ticarete pek ilgi duymamalarının etkili olduğu söylenebilir²⁸. Osmanlı Devleti’nde özellikle 18. yüzyıla kadar gerçek anlamda bir özel teşebbüsün varlığından söz etmek son derece güçtür²⁹. 18. yüzyıldan sonra ise özel teşebbüse önemli teşvikler verilmiş ve özel teşebbüs tarafından kurulan birçok fabrika hayata geçmiştir³⁰.

Türkiye Cumhuriyeti’nin kuruluşundan itibaren ise özel teşebbüsün ve girişimciliğin geliştirilmesi için önemli çalışmalar yapılmıştır. 1923-1930 yılları arasında İzmir İktisat Kongresi’nin toplanması, Türkiye Sanayi ve Maadin Bankasının kurulması³¹, Türkiye İş Bankasının Kurulması³²; 1950-1980 yılları arasında özel girişimciliğin sanayide payının artması, özel sektör yatırımlarında gerçekleşen önemli ölçüdeki artışlar, Türkiye Sınai Kalkınma Bankası’nın kuruluşu³³, tarım-sanayi ve finans kesimlerinde girişimciliğin artması; 1980-2000 yılları arasında serbest piyasa ekonomisine geçiş ve ihracata dayalı girişimciliğin desteklenmesi³⁴, yabancı sermayenin teşvik edilmesi, KOSGEB teşviklerinin verilmesi³⁵ girişimciliğin desteklenmesi ve geliştirilmesi için ortaya çıkmış olan yapısal değişikliklerdir.

²⁷ Say, C. (2020). *Yeni Dünya Yeni Ağ*. İstanbul: Destek Yayınevi, s 9.

²⁸ Aşkın, A., Nehir, S., & Vural, S. Ö. (2011). “Tarihsel Süreçte Girişimcilik Kavramı ve Gelişimi.” *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 6 (2), 56-72.

²⁹ Erdal, C., & Çınar, A. (2013). “Osmanlı Devleti ve Türkiye Cumhuriyeti’nde Girişimciliğin Tarihsel Gelişimi.” *Uluslararası Girişimcilik ve Kariyer Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, s. 243-255.

³⁰ Erdal/Çınar, agm, 243-255.

³¹ Coşkun, M. N., Ardor, H. N., Çermikli, A. H., Eruygur, H. O., Öztürk, F., Tokathioğlu, İ., and Dağlaroğlu, T. (2012). *Türkiye’de Bankacılık Sektörü Piyasa Yapısı, Firma Davranışları ve Rekabet Analizi*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği, s 5.

³² <https://www.isbank.com.tr/bankamizi-taniyin/o-gunlerden-bugunlere> (e. t. 13 Haziran 2019).

³³ <https://www.tskb.com.tr/hakkimizda/insan-kaynaklari/kariyer> (e. t. 13 Haziran 2019).

³⁴ Arıkan, S. (2004). *Girişimcilik Temel Kavramlar ve Bazı Güncel Konular*. Ankara: Siyasal Kitabevi, s. 17.

³⁵ Şahin, H. & Palta, S. (2020). “Türkiye’de Girişimciliğin Gelişimini Etkileyen Yapısal Etmenler Üzerinde Bir Değerlendirme.” *Manisa Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi*, 7(3), 511-534.

2000’li yıllarda ve özellikle 2010 yılından sonra ise girişimcilik, tüm dünyada olduğu gibi Türkiye’de de önemli bir ivme kazanmış ve kurumsal hale gelmiştir. İnternetin gelişmesi, yapay zekâ, nesnelerin interneti gibi dönüştürücü teknolojilerin hayatın her alanında görülmesiyle birlikte girişimcilik, artık ülkemiz için temel kalkınma modellerinden biri haline gelmiştir. Bugün bankacılık, tarım, ulaştırma, sağlık, eğitim, perakende, hizmet, sigortacılık gibi birçok sektör yapay zekâ ve nesnelerin interneti gibi teknolojiler ile dönüştürülmektedir. Yakın gelecekte; banka şubelerinin önemli oranda azalacağı, ödemelerin neredeyse yarısından fazlasının banka dışı kanallarla yapılacağı, bankacılık hizmetlerinin sağlık gibi hizmetlerle birlikte sunulacağı, bankacılık rollerinin yarıya yakınının ortadan kalkacağı bir finans dünyası bizleri beklenmektedir³⁶. Bu bakımdan artık klasik kavramlarla açıklayabileceğimiz bir gelişim değil, yıkıcı etkileri olan ve sektörleri kökünden değiştiren bir dönüşüm ile karşı karşıya olduğumuzu söyleyebiliriz.

Bu dönüşüm, büyük şirketler tarafından değil, girişim olarak isimlendirdiğimiz küçük şirketler tarafından gerçekleştirilmektedir. Türkiye’nin genç ve yetişmiş insan gücü ile girişimcilik açısından önemli bir rekabet avantajına sahiptir. Bu bakımdan girişimcilik, Türkiye’nin Dünya ekonomileri ile yarışmasında en başta gelen unsurlardan biri olacaktır.

II. Girişim Şirketi

A. Girişim Şirketinin Tanımı

Girişimciliğin finansmanını inceleyen bu çalışmanın temel yapı taşı girişim şirkettir. Girişimcilik bir kişisel faaliyet olarak görünmesine rağmen girişim ekosisteminde var olmanın başlıca ve ön koşulu bir girişim şirketi olmaktır.

Uygulamada girişim şirketi ile küçük işletmelerin sıklıkla birbirine karıştırıldığı gözlemlenmektedir. Gerçekten de herhangi bir konuda bir işletme kuran veya herhangi bir ticari faaliyette bulunmak üzere ticari hayata giren her işletme girişim şirketi olarak isimlendirilmektedir. Bu, hem hukuki hem iktisadi hem de işletmesel açıdan yanlış bir yaklaşımdır.

³⁶ <https://thefinancialbrand.com/news/banking-trends-strategies/banking-future-projections-payments-technology-crypto-branches-competition-transformation-esg-124991/> (e.t. 15 Aralık 2021).

Öncelikle bütün küçük ölçekli şirketlerin girişim şirketi olmadığını, ayrıca bu tür şirketlerin girişim şirketi olarak nitelendirilmesine ihtiyaç da bulunmadığını belirtmek gerekir. Girişim şirketi; ölçek, amaçlar, kurucular, faaliyet gösterilen sektör ve kullanılan teknolojiler gibi birçok bakımdan mevcut küçük veya yeni işletmelerden ayrılmaktadır.

Türk hukukunda girişim şirketi tanımı, SPK'nın 9 Ekim 2013 tarihinde yayımlanmış olduğu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde yapılmıştır. GSYO Tebliği'ne göre girişim şirketi, *“Türkiye’de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri”* ifade etmektedir³⁷.

GSYO Tebliği'nde yapılan bu tanımda üç farklı unsur dikkat çekmektedir. Bunlardan girişim şirketinin Türkiye’de kurulmuş ya da kurulacak olmasını SPK'nın yetki sınırlarının doğal bir yansıması olarak görmek gerekir. Bu bakımdan, girişim şirketinin Türkiye’de kurulmuş ya da kurulacak olmasının hukuki tanım bakımından bir önemi bulunmamaktadır. Kaldı ki; SPK tarafın alınan i-SPK.48.6 (01.03.2018 tarihli ve 9/316 s.k.) sayılı İlke Kararı ile yurtdışında yapılacak olan yatırımlara da kısmen izin verilmiştir. Buna göre, GSYO'ların yurtdışında yerleşik ve borsada işlem görmeyen ve gelişme potansiyeli taşıyan şirketlerin sadece ortaklık paylarına girişim sermayesi yatırımları dışındaki varlıklar kapsamında olmak ve girişim sermayesi yatırım sınırlamalarına dâhil edilmemek üzere, aktif toplamının azami %10'una kadar yatırım yapabilmesi mümkün kılınmıştır.

Tanımda yer alan diğer unsurlar ise girişim şirketinin gelişme potansiyeli taşıması ve kaynak ihtiyacı olmasıdır. Girişim şirketinin gelişme potansiyeli, bu şirketi diğer şirket türlerinden ayıran en önemli unsurlardan biri olup bu çalışmanın ilerleyen aşamalarında daha detaylı olarak incelenecektir³⁸. Bununla birlikte kaynak ihtiyacı kavramının üzerinde durmak gerekir. Bu kavramın bilinçli olarak kullanılmış olduğu düşünüldüğünde, bunun hukuki tanım açısından önemli olduğu değerlendirilmektedir.

³⁷ III-35/A.2 Sayılı Kitle Fonlaması Tebliği'nde ise girişim şirketi yukarıdakine çok benzer şekilde “Türkiye’de kurulu olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve projesine kaynak ihtiyacı olan” şirketleri ifade etmektedir.

³⁸ Birinci Bölüm, II.C., s. 18-20.

GSYO Tebliği'nde veya SPKn'da kaynağın bir tanımı yapılmamıştır. Her ne kadar kaynak kavramı ekonomi biliminin konusunu teşkil ediyorsa da GSYO Tebliği'nde yer alan tanım bu kavram üzerinde kurulduğu için detaylı olarak incelenmesi gerekmektedir. Ekonomi öğretisinde kaynak, bir yatırım veya işletmenin faaliyetini başlatabilmesi ve devam ettirebilmesi için gerekli olan para, kredi, insan kaynağı gibi varlıkları ifade etmektedir³⁹. Bu kapsamda kaynak, sadece para, kredi gibi maddi kaynakları değil insan kaynağı, teknik *know-how*, ticari bilgi gibi maddi olmayan kaynakları da ifade etmektedir. Bu durumda, girişim şirketi kaynakların girdisiyle mal veya hizmet üreten bir işletme olarak değerlendirilebilecektir. Bunu ekonomi literatüründe sıklıkla kullanılan Cobb-Douglas Üretim Fonksiyonu ile açıklayacak olursak

$$Y = aL^b C^c$$

diyebiliriz⁴⁰. Burada Y girişim şirketinin çıktısını, L insan kaynağını ve C de fiziksel sermayeyi, b insan kaynağının çıktı esnekliğini, c ise fiziki sermayenin çıktı esnekliğini ifade etmektedir. Bu formülü girişim şirketleri bakımından uygulayacak olursak a büyük, b ise küçük olacaktır. Teknoloji sektöründe iş gücü miktarının üretimi az etkileyeceği, sermayenin ise üretim için gerekli olan alt yapıya erişimi sağlaması bakımından daha çok etkileyeceği ifade edilebilecektir. Bununla birlikte bu durum hem girişim şirketinin faaliyette bulunduğu sektöre hem de kendi dinamiklerine göre değişiklik göstermektedir. Hukuki açıdan önemli olan sektörü ve dinamikleri ne olursa olsun girişim şirketinin finansal, insan kaynakları, tecrübe gibi birçok “kaynak” ihtiyacının olmasıdır.

Yukarıdaki tanıma ilave olarak bir girişim şirketi, “yenilikçi” ve eşsiz bir ürün veya hizmet geliştirmek, bu ürün veya hizmeti pazara sunarak bunu müşteriler bakımından karşı koyulamaz hale getirmek amacıyla kurulmuş olan genç şirketleri ifade etmektedir⁴¹. İşletmesel kavramlarla yapılmış bu tanım, girişim şirketinin

³⁹ Akyüz, M., & Ertel, N. (1987). *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*. İstanbul: Dünya Yayıncılık, s. 258.

⁴⁰ Apostov, M. (2016) “Cobb-Douglas Production Function on FDI in Southeast Europe.” *Journal of Economic Structures*, 5(10), 1-28, <http://dx.doi.org/10.1186/s40008-016-0043-x>. ; Kojic, V., Lukac, Z. (2018). “An Alternative Approach to Solving Cost Minimization Problem with Cobb–Douglas Technology. Published online: 22 January 2018 © Springer-Verlag GmbH Germany, part of Springer Nature 2018. (e. t. 6 Ocak 2021).

⁴¹ <https://www.forbes.com/advisor/business/what-is-a-startup/> (e. t. 6 Ocak 2021).

pazara süreceği ürünün yenilikçi ve eşsiz olması yönünden girişim şirketini diğer şirketlerden ayırmakta ve girişim şirketinin gelişme potansiyelini ön plana çıkarmaktadır. Başka bir tanım ise girişim şirketini, bir fikir ve finansman bekleyen girişimci olarak tanımlamaktadır⁴².

Son olarak, girişimcilik sektöründe son derece ünlü olan *Steve Blank* ve *Bob Dorf* tarafından yapılan ve uluslararası kabul gören tanıma göre ise girişim şirketi, tekrarlanabilir ve ölçeklenebilir bir iş modeli kurmaya çalışan geçici bir organizasyondur⁴³. Aynı yazarlara göre bir “şirket” ise, tekrarlanabilir ve ölçeklenebilir iş modeline sahip olan organizasyonu ifade etmektedir⁴⁴. Bu bakımdan girişim şirketinin herhangi bir şirketten en temel farkı henüz tekrarlanabilir ve ölçeklenebilir iş modeline sahip olmaması ve bu durumun geçici olmasıdır. Başka bir ifade ile bir girişim şirketi ya tekrarlanabilir ve ölçeklenebilir bir iş modeline kavuşacaktır ya da başarısız olarak son bulacaktır.

B. Girişim Şirketinin Hukuki Niteliği

Girişim şirketinin hukuki niteliği bahsinde tartışılması gereken husus, girişim şirketinin türü ve girişim şirketi ile ilgili özel bir düzenleme ihtiyacı olup olmadığıdır.

Hem GSYO Tebliği⁴⁵ hem de GSYF Tebliği⁴⁶, girişim sermayesi yatırımlarının ancak anonim şirket veya limited şirket olarak kurulmuş olan şirketlere yapılabileceğini, yatırım alan limited şirketin de anonim şirkete dönüşmesi gerektiğini düzenlemektedir. Bu durumda, Türk hukuk düzenlemeleri kapsamında girişim şirketinin bir anonim şirket olması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte bu gereklilik, GSYO Tebliği ve GSYF Tebliği kapsamında yapılacak olan yatırımlarla sınırlıdır. Bu kapsam dışında, girişim şirketinin hukuki niteliği ile ilgili herhangi bir sınırlayıcı düzenleme bulunmamaktadır. Bu çerçevede, girişim şirketinin bir adi ortaklık olarak örgütlenerek daha sonra bir sermaye şirketine

⁴² Giudici, P., & Agstner, P. (2019). “Startups and Company Law: the Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)”. *European Business Organization Law Review*, 20, 597-632.

⁴³ Blank, S. Dorf, B. (2012). *The Startup Owner’s Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*. K&S Ranch Press, s. 539.

⁴⁴ Blank/Dorf, age, s xviii.

⁴⁵ GSYO Tebliği m. 21/2.

⁴⁶ GSYF Tebliği m. 18/2.

dönüşmesi veya bir şahıs şirketi olarak örgütlenmesi mümkündür. Girişim şirketinin yüksek büyüme potansiyeli ve paylarının hızlı el değiştirmesi ihtiyacı karşısında, yaygın olarak anonim şirket şeklinde örgütlendikleri görülmektedir.

Bu noktada, girişim şirketleri bakımından mevcut şirket tipleri dışında bir şirket tipine ihtiyaç olup olmadığının tartışılması gerekir. Yukarıda kısaca açıklandığı üzere, girişimcinin şirket kurmak üzere mevcut şirket tiplerinden birini tercih etmesi söz konusudur. Her ne kadar adi ortaklık olarak örgütlenme mümkün ve hatta girişimin ilk başlarında yaygın olsa da, büyümek ve yatırım almak isteyen girişimci için sermaye şirketi kuruluşu zaruri hale gelmektedir⁴⁷. Bu ihtiyaç karşısında, Türkiye’de faaliyet gösteren bir girişimcinin önüne limited veya anonim şirket kuruluşu seçenekleri çıkmaktadır. Bunlardan limited şirket daha düşük sermaye gerekliliği ve daha az bürokratik olması ile ön plana çıkarken, pay devirlerindeki zorluklar ve kamu borçlarına ilişkin sorumluluk hususu bu şirket tipini dezavantajlı hale getirmektedir. Anonim şirketler ise daha itibarlı olması, pay devirlerindeki kolaylıklar, kurumsal yapı, paya dönüştürülebilir tahvil ihracı imkânı gibi özellikleri açısından avantajlı olsa da bürokratik olması ve yüksek sermaye gereklilikleri ise bu şirket tipinin dezavantajları arasındadır.

Girişimcilere özgü yeni şirket tiplerinin ihdas edilmesi veya mevcut şirket tiplerinin revize edilmesi birçok hukuk sisteminde tartışılmıştır. Almanya, Belçika, İtalya gibi bir kısım hukuk sistemlerinde girişim şirketleri için daha elverişli olan şirket tiplerinin düzenlendiği; Fransa, Hollanda, Portekiz gibi bir kısım hukuk sisteminde ise mevcut şirket tiplerinin özellikle asgari sermaye tutarları bakımından girişimcilere özgü olarak revize edildiği görülmektedir⁴⁸. Bütün bu çalışmaların, İngiliz limited şirketi olan LLC’nin girişimciler için uygun yapısına karşı geliştirilen ve şekilci yapının yumuşaması yönünde bir cevap olduğunu, yani hukuk sisteminin girişimcileri kaçırmamak maksadıyla göstermiş olduğu bir rekabetçi tepki olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır⁴⁹.

⁴⁷ Şirket türlerinin girişimciler açısından değerlendirmesi için bkz: Akdağ, C. (2023). *Girişim Şirketi (Start-Up)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s. 114-117.

⁴⁸ Bartolacelli, A. (2017). "Almost Capital-Less Companies in Europe: Trends, Variations, Competition." *European Company and Financial Law Review*, 14(1), 187-233. s. 191.

⁴⁹ Schmidt, Entrepreneurial Company, 1093.; Bartolacelli, agm, 189-191.; Giudici/Agstner, 20.

Almanya’da girişimcilere özgür bir alt şirket türü olarak nitelendirilebilecek ve girişimciler için tasarlanmış olan Unternehmergeellschaft (UG) kurulması mümkündür⁵⁰. Bir avro sermaye ile kurulabilecek olan UG, bir kısım özel düzenlemeler haricinde limited şirket (GmbH) için geçerli olan mevzuata tabi olacaktır⁵¹. Bu şirket türü unvanı ile birlikte UG kısaltmasını kullanacak, sermayesi en az 25.000 avroya ulaşınca kadar kendisine özgü mevzuata tabi olarak kazancının bir kısmını yedeklerinde saklayacak ve sermayenin 25.000 avroya ulaşması ile birlikte kendiliğinden GmbH’ye dönüşecektir⁵². Bu durumda UG şirket alt tipini, girişimci bakımından getirilmiş ara bir düzenleme olarak nitelendirmek yanlış olmayacaktır⁵³.

Belçika da girişimcilere özgü bir şirket alt türü olarak SPRL-S’yi (*Société Privée à Responsabilité Limitée-Starter*) getirmiştir. Alman muadiline benzer şekilde bir avro ile kurulması mümkün olan bu şirket alt türü ile ilgili yapılan ilk düzenlemede, bu nitelikteki şirketlere 5 yıl içerisinde Belçika’daki sermaye şirketi olan SPRL’ye dönüşüm zorunluluğu getirilmiş ancak daha sonra bu zorunluluk kaldırılarak 18.500 avro sermayeye ulaşınca kadar faaliyetlerine devam edebilme imkânı getirilmiştir⁵⁴. Bununla birlikte, asgari sermayenin alacaklıları koruma işlevi bakımından, bir şirketin kuruluşundan sonraki dördüncü yıldan itibaren şirket pay sahipleri şirketin kendisi ile birlikte, şirketin gerçek sermayesi ile 18.550 avro arasındaki farktan sorumlu tutulmuşlardır⁵⁵. İtalya ve Danimarka’da da Almanya ve Belçika örneklerinde olduğu gibi yeni şirket alt türleri düzenlenmiştir⁵⁶.

Bu çerçevede tartışılması gereken husus, Türkiye’de girişim şirketlerine özgü bir şirket veya alt şirket tipine ihtiyaç olup olmadığıdır. Bu yönde yapılacak bir

⁵⁰ Detaylı bilgi için bkz: Saldıroğlu, B. (2024). *Almanya’da Şirket Türleri ve Girişimci Şirket*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. s. 117-144.; Teichmann, C. (2010). “Modernizing the GmbH: Germany’s Move in Regulatory Competition”. *European Company Law*, 7, 20.; Schmidt, J. (2008). “The New Unternehmergeellschaft (Entrepreneurial Company) and the Limited—A Comparison.” *German Law Journal*, 9(9), 1093-1108. (Entrepreneurial Company).; Mock, S. (2016). “The Mini-GmbH (unternehmergeellschaft haftungsbeschränkt [ug]) in Germany” *I Modelli di Impresa Societaria fra Tradizione e Innovazione nel Contesto Europeo*, 153-164.

⁵¹ Mock, agm, s.6.; Schmidt, Entrepreneurial Company, 1097.; Akdağ, age, 122.

⁵² Schmidt, Entrepreneurial Company, 1097.; Akdağ, age, 123.

⁵³ Schmidt, Entrepreneurial Company, 1097.

⁵⁴ Bartolacelli, agm, 206-207.

⁵⁵ Bartolacelli, agm, 208.

⁵⁶ İtalya’daki şirketler hukuku reformu hakkında bkz: Giudici/Agstner, 22-35.

düzenlemenin en temel etkisi şirket kurulması için gerekli olan sermaye tutarının azaltılması ve şirketin bir girişim şirketi olduğuna ilişkin unvan kullanmasıdır.

Hukukun ekonomik analizi perspektifinden yapılacak bir değerlendirmede⁵⁷, Türk hukuku bakımından bu yönde bir düzenlemeye ihtiyaç olmadığı kanaatindeyiz. Bu kanaatimizin dayanağı Türkiye’deki girişimcilik ekosisteminin zayıf olması değil aksine bu yöndeki bir düzenlemenin, girişim şirketleri bakımından bir itibar kaybına ve yüksek işlem maliyetine sebep olacak olmasıdır. Gerçekten, unvanında bir girişim şirketi olduğu açıkça görülebilen bir şirketin, ticari iş ve işlemler bakımından muhataplarında bir çekince yaratması söz konusu olabilecektir.

Ayrıca, bu yöndeki bir düzenleme, girişimcilerin uyması gereken özel bir düzenlemeler zinciri yaratacak ve girişimciler bakımından işlem maliyetini⁵⁸ artıracaktır. Girişimciler için ayrı bir şirket tipi veya alt şirket tipi ihdas edilmesi durumunda; söz konusu olacak karmaşık düzenlemeler, şirket tipleri arasındaki farklılıklara ilişkin karışıklıklar ve ticaret sicili uygulamasında belirsizlikler ortaya çıkacaktır. Ortaya çıkacak olan karmaşık düzenlemeler, karışıklıklar ve belirsizlikler ise girişim şirketleri bakımından bir maliyet kaynağı ve dezavantaj yaratacaktır⁵⁹.

Bununla birlikte, girişim şirketi olarak tanımlanacak şirketler bakımından TTK’ya da şamil olacak şekilde, girişim şirketlerinin daha kolay kurulması, daha esnek düzenlemeler çerçevesinde faaliyette bulunması, paya dönüştürülebilir tahviller açısından daha uygun bir hukuki düzene kavuşması gibi düzenlemeleri içeren bir girişimcilik kanunu çıkarılmasının uygun olacağı kanaatindeyiz.

Asgari sermaye bakımından ise sermayenin ödenmesinde bir kısım kolaylıkların getirilmesinin uygun olacağını değerlendiriyoruz. Anonim şirket veya

⁵⁷ Hukukun ekonomik analizine ilişkin olarak bkz: Parisi, F., & Fon, V. (2009). *The Economics of Lawmaking*. New York: Oxford University Press.; Posner, R. A. (1992). *Economic Analysis of Law* (5th ed.). Boston, Massachusetts: Little Brown and Company.

⁵⁸ İşlem maliyeti hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: Rindfleisch, A., & Heide, J. B. (1997). “Transaction Cost Analysis: Past, Present, and Future Applications”. *Journal of Marketing*, 61(4), 30-54.; Ghoshal, S., & Moran, P. (1996). “Bad For Practice: A Critique of The Transaction Cost Theory”. *Academy of Management Review*, 21(1), 13-47.

⁵⁹ Şirketler hukukundaki şirket tiplerine ilişkin düzenlemelerin yarattığı maliyete ilişkin bkz: Almlöf, H., & Bjuggren, P. O. (2019). “A Regulation and Transaction Cost Perspective on The Design of Corporate Law”. *European Journal of Law and Economics*, 47(3), 407-433.

limited şirketin sermaye tutarı değiştirilmeksizin⁶⁰, sermaye ödenmesine ilişkin olarak TTK m. 344/1’de düzenlenmiş olan %25’lik ilk taksitin azaltılması ve 24 aylık azami ödeme vadesinin uzatılması girişimciler bakımından önemli bir rahatlama sağlayacaktır. Ayrıca, yine TTK m. 344/1’de düzenlenmiş olan payların çıkarma primlerinin tamamının tescilden önce ödenmesine ilişkin hükmün de girişim şirketleri bakımından yumuşatılmasının faydalı olacağı kanaatindeyiz. İlâveten, girişim şirketlerine özgü bu düzenlemelerde, şirket kuruluşunda alınan Rekabet Kurumu payının alınmamasının⁶¹ düzenlenmesi, özellikle anonim şirketler bakımından zorunlu olan bir kısım defterlere ilişkin zorunluluğun kaldırılması ve şirket faaliyetlerine ilişkin bürokrasinin azaltılması faydalı olacaktır.

C. Girişim Şirketinin Gelişme Potansiyeli

Yukarıda da açıklandığı üzere girişim şirketi, büyük bir şirketin küçük hali değildir⁶². Aksine, girişim şirketini diğer şirket ve işletmelerden ayıran çok önemli özellikler bulunmaktadır.

ABD Small Business Administration tarafından yapılan tarife göre girişim şirketi, teknoloji odaklı olan ve yüksek büyüme potansiyeli gösteren şirketleri ifade etmektedir⁶³. Girişim Şirket’inin gelişme potansiyeli taşıması gerektiği GSYO Tebliği’nde de “gelişme potansiyeli taşıyan” ifadesi ile düzenlenmiştir.

Ayrıca, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan ve 02.01.2014 tarihinde Resmî Gazete’de yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 18/(1) maddesine göre girişim şirketlerinin, “*büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip olmaları, operasyonel, üretim ya da satış performansının geliştirilmesi suretiyle yüksek getiri beklentisi sunabilmeleri ve verilecek finansal ve/veya kurumsal destekle faaliyet amaçlarını gerçekleştirebilecek durumda olmaları*” gerekmektedir.

⁶⁰ 25.11.2023 tarihli Resmî Gazete’de yayımlanan 7887 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile anonim şirketler için en az sermaye tutarı 250.000 TL olarak ve Limited şirketler için en az sermaye tutarı 50.000 TL olarak belirlenmiştir.

⁶¹ 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanunun 39/1 (c) uyarınca tahsil edilmektedir.

⁶² Blank/Dorf, age, s. 15.

⁶³ <https://www.sba.gov/category/types-businesses/high-growth-high-tech> (e. t. 31 Aralık 2021).

Yukarıda açıklanmış olan düzenlemeler çerçevesinde, girişim şirketinin büyüme potansiyeli taşınması gerektiği tartışmasız bir biçimde anlaşılmaktadır. Gerçekten büyüme potansiyeli taşımayan bir işletmenin girişim şirketi olarak nitelendirilmesi mümkün değildir. Bununla birlikte büyüme potansiyelinin ne olduğunu da açıklamak gerekmektedir. Girişim şirketinin büyümesi en temel anlamıyla; şirket gelirlerinin, şirket kârlılık ve mal varlığının, şirket pazar payının, personel sayısının ve şirketin sunduğu ürün ve/veya hizmet çeşidinin yüksek hızla/üstel artmasını ifade etmektedir⁶⁴.

İktisat literatüründe şirketlerin büyümesi; kendi kaynaklarıyla ve doğal olarak gerçekleşen büyüme ve çeşitli birleşme devralma veya stratejik ortaklıklarla gerçekleşen inorganik büyüme olarak ikiye ayrılmaktadır⁶⁵. Girişim şirketleri bakımından beklenen büyüme potansiyelinin bir organik yani dâhili büyüme olduğunu belirtmek gerekir. Yani çeşitli devralma veya birleşme işlemleri ile gerçekleşecek olan büyümenin girişim şirketinin tanımı olan büyüme kapsamında değerlendirilmesi mümkün değildir.

Uygulamada girişim şirketleri bakımından çok hızlı ve yüksek ölçekli, başka bir ifadeyle üstel (eksponansiyel) büyüme oranlarından bahsedilmektedir. Silikon Vadisi'nde kurulan şirketlerin yılda yaklaşık 2.5 kat yani %250 oranında büyümesi beklenmektedir⁶⁶. En başarılı girişim şirketlerinden biri olan Amazon'un büyüme grafiği de bu duruma önemli bir örnektir. Amazon'un 1995'ten 2016'ya kadar büyüme oranının yüzde 136 bin olduğu bilinmektedir⁶⁷.

Bu kapsamda, girişim şirketinin gelişme potansiyeli 'geleneksel' olarak tanımlanabilecek işletmelere ve şirketlere göre çok yüksektir ve bu üstel gelişme potansiyeli girişim şirketleri bakımından ayırt edici bir unsurdur.

⁶⁴ Göl Beşer, S., Ötken A. B. & Okan Yolbulan, E. (2018). "Bir Tercih Olarak "Büyümeme." Cüce Şirketler". *KAÜİİBFD*, 9(18), 613-628.

⁶⁵ Wheelen, T.L., Hunger, J.D., Hoffman, A.N., and Bamford, C. E. (2018). *Concepts in Strategic Management and Business Policy: Globalisation, Innovation and Sustainability*. Pearson Publishing, s. 225-226.

⁶⁶ Ayvacı, Ö. A. (2021). "Katlayan Kazanıyor." <https://startup.capital.com.tr/arastirmalar/katlayan-kazaniyor.html> (e. t. 31 Aralık 2021).

⁶⁷ Özsoy, Ş. (2019). "Her Girişim Bir Startup mıdır?" *Harvard Business Review*. <https://hbrturkiye.com/blog/her-girisim-bir-startup-midir> (e. t. 31 Aralık 2021).

Ç. Girişim Şirketinin Gelişme Evreleri

1. Genel Olarak

Yukarıda detaylı olarak açıklandığı üzere girişim şirketini diğer küçük şirketlerden ayıran en önemli özellik, bu şirketlerin sahip olduğu büyüme potansiyelidir. Girişim şirketlerinin bu büyümesi elbette bir ayda veya bir yılda gerçekleşen bir büyüme değil, yıllar içerisinde söz konusu olan bir büyümedir. Başarılı bir girişimin büyümesi ile kastedilen sürenin genel olarak 7-10 yıl arasında olduğu değerlendirilmektedir⁶⁸.

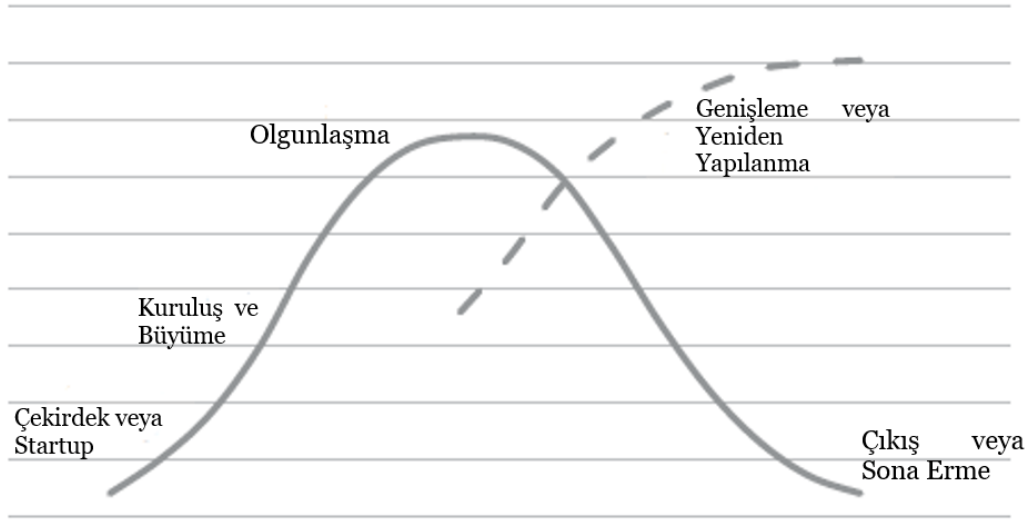
Öğretide yapılan tasniflendirmeye göre bir girişim şirketi başlangıcından itibaren temel olarak beş aşamadan geçmektedir. Bu aşamalar;

- (i) Tohum veya Geliştirme Aşaması (*Development/Ideation Stage*)
- (ii) Başlangıç Aşaması (*Startup Stage*)
- (iii) Olgunlaşma veya Hayatta Kalma Aşaması (*Maturity/Survival*)
- (iv) Genişleme veya Gözden Geçirme Aşaması (*Expansion/Re-Visioning*)
- (v) Tasfiye veya Çıkış Aşaması

olarak gösterilebilecektir⁶⁹.

⁶⁸ Rogers, S. (2020). *Entrepreneurial Finance: Finance and Business Strategies for the Serious Entrepreneur*. (4. Baskı). Mc Graw Hill, s. 65.

⁶⁹ Lam, M.S., Vega, G. (2021). *Entrepreneurial Finance: Concepts and Cases*. (2. Baskı). Taylor&Francis Group, s. 59-60; Leach, J.C., Melicher, R.W. (2012). *Entrepreneurial Finance*. (4. Baskı). South-Western Cengage Learning, s. 21.



Şekil 2.1. Girişim şirketlerinin aşamaları

Lam-Vega⁷⁰

Elbette, bu aşamaların bütün girişimler açısından aynı olduğunu söylemek mümkün değildir. Örneğin, kimi girişim şirketleri çıkış veya tasfiye olmaksızın piyasada tutunmuş ve iş modelini oturtmuş bir şirket olarak devam edebilecektir. Bununla birlikte, girişim şirketlerinin neredeyse tamamı; geliştirme, başlangıç ve hayatta kalma aşamalarından geçmektedir.

1. Tohum/geliştirme aşaması

Bu aşamalardan ilki; girişime ilişkin fikrin ortaya çıktığı, yapılabilirlik etütlerinin gerçekleştirildiği, iş planlarının hazırlandığı, insan kaynakları ve finansman kaynakları planlarının yapıldığı ve ilk yatırım için gerekli finansmanın aranması gibi girişimin faaliyete başlamadan önceki süreçlerini kapsayan tohum/geliştirme aşamasını ifade eder. Bu aşamada henüz ortada bir girişim bulunmamaktadır; ancak girişimin meydana gelmesi için gerekli olan çalışmalar yapılmaktadır. Bu çalışmalar arasında araştırma ve geliştirme çalışmalarının yapılması, fikrî mülkiyet haklarının ortaya çıkması, pazar araştırmalarının yapılması gibi teknik süreçler de yer alır⁷¹. Girişimci bu sürecin sonunda

⁷⁰ Lam/Vega, age, s. 60.

⁷¹ Smith, J. K., & Smith, R. L. (2019). *Entrepreneurial Finance: Venture Capital, Deal Structure & Valuation*. (2. Baskı). Stanford Business Books, s. 24.

girişime ilişkin fikri ve iş modelini değiştirebilir, bir sonraki sürece devam edebilir ya da girişimi tamamen bırakabilir⁷².

2. Başlangıç (startup) aşaması

İkinci aşama; girişimin ürün veya hizmetlerini piyasaya sunduğu, bu kapsamda kazanç elde etmeye başladığı başlangıç (start-up) aşamasıdır. Bu aşamada girişim için malzeme ve ekipman yatırımı yapılır. Bu aşamada artık gerçekten faaliyete geçmiş ve gelir elde etmeye başlamış olan bir girişim söz konusudur. Girişim şirketinin içerisinde geçmekte olduğu bu aşama, artan gelire paralel olarak, personel sayısında artış, şirketin iş modelinde artık sürekli bir şirket haline dönme çabasını da beraberinde getirir. Bu aşamada girişimin önünde üç farklı alternatif söz konusudur. Başarılıysa süreç devam eder, başarılı ancak eksikler varsa bir kısım strateji ve yol haritaları güncellenir, başarısızlık ortaya çıkmışsa da artık süreç sona erdirilir.

Bu noktada uluslararası literatürde yaygın olarak kullanılan bir kavrama daha değinmek faydalı olacaktır. Türkçe'ye "ölçek büyütme" olarak çevirebileceğimiz scale-up, artık girişim aşamasını geçmiş, ürün veya hizmetleri pazarda talep gören, belirsizlikleri azalmış ve ölçek büyütmeye başlayan şirketler için kullanılmaktadır. Başka bir ifadeyle, bu aşama girişim şirketinin artık büyümeye başladığı ve girişim şirketine ilişkin fikrin piyasada karşılık bulduğu aşamayı ifade etmektedir.

Esasında bu kavramı, bir girişim şirketinin sürekli bir girişim şirketi olarak kalamayacağı ve girişim şirketi statüsünün geçici bir statü olduğu olgusu ile birlikte değerlendirmek gerekir. Yukarıda da açıklanmış olduğu üzere girişim şirketi, ölçeklenebilir, tekrar eden ve kârlı bir iş modeli arayışında olan geçici bir organizasyondur⁷³. Girişim şirketinin geçiciliği ise iki açıdan değerlendirilmektedir. Bir girişim şirketi ya başarısız olarak ölecek ya da başarılı olarak scale-up aşamasına geçecektir.

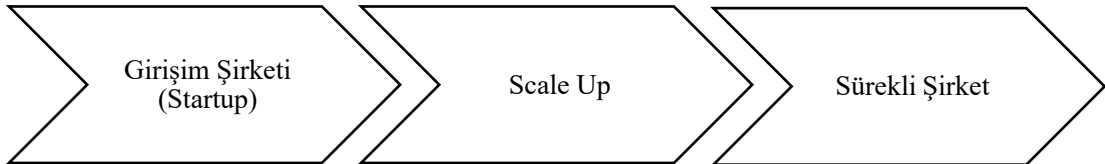
OECD tarafından yapılan tanıma göre, belirli bir süre faaliyette bulunduktan sonraki yılı takip eden yıl içerisinde ciro ve/veya personel bakımından aktif olan şirket

⁷² Smith/Simith, age, s 24.

⁷³ Blank/Dorf, age, s. 15.

hayatta kalmış şirkettir⁷⁴. Bu durumda, bir sonraki yılda aktiviteleri sona ermiş olan girişim şirketlerini ölmüş şirketler olarak tanımlayabiliriz. Kauffman Girişimcilik Göstergelerine göre girişim şirketlerinin yaklaşık %22'si aynı yıl içerisinde sona ermektedir⁷⁵. Startup Genome tarafından sağlanan veriye göre ise, girişim şirketlerinin yaklaşık %90'ı başarısız olarak faaliyetlerini sona erdirmektedir⁷⁶. Bu durumda, girişim şirketi olarak başlayan bir yapının karşısındaki yol ayrımı başarısız olarak faaliyetlerini sonlandırmak veya başarılı olarak ölçeğini büyütme'dir.

Ölçek büyütme (*scale up*) aşamasına geçmiş bir şirket, girişim şirketinden ürünlere odaklanma, kârlılık, organizasyon yapısı, şirketleşme düzeyi, finansmana ihtiyaç, ihtiyaç duyulan finansmanın niteliği, yönetici mentörlüğü ve riskten kaçınma gibi birçok konuda farklılık gösterir. Bu noktada cevaplanması gereken soru, bir girişim şirketinin ne zaman ölçek büyütme aşamasına geçtiğidir. OECD tarafından yapılan tanıma göre yüksek büyüme potansiyeli gösteren şirketler, en az 10 çalışanla başlanılan üç yıllık süreç içerisinde her yıl en az %20 oranında büyüme gösteren şirketlerdir⁷⁷. Başka bir tanıma göre *scale up* şirket ise, yüksek teknoloji pazarında faaliyet gösteren; pazar payı, gelir, çalışan sayısı bakımından büyümeye çalışan; mevcut şirketlerle kazan-kazan esasına göre iş birliği yaparak katma değer yaratan şirketler olarak tanımlanmaktadır⁷⁸. Bu tanımlardan hareketle bugün itibarıyla Türkiye'de girişim şirketi olarak bilinen şirketlerin bir kısmının artık *scale-up* aşamasında olduğu söylenebilecektir⁷⁹.



Şekil 2.2. Girişim şirketinin aşamaları

⁷⁴ Eurostat- OECD Manual on Business Demography Statistics, European Commission ISBN 978-92-79-04726-8, Cat. Number: KS-RA-07-010-EN-N-N, ISSN 1977-0375.

⁷⁵ <https://indicators.kauffman.org/series/earlystage> (e. t. 17 Aralık 2021).

⁷⁶ Startup Genome and Global Entrepreneurship Network. (2022). "The Global Startup Ecosystem Report: GSER 2022" <https://startupgenome.com/article/the-state-of-the-global-startup-economy> (e.t. 17 Aralık 2021).

⁷⁷ EUROSTAT- OECD Manual on Business Demography Statistics, European Commission ISBN 978-92-79-04726-8, Cat. Number: KS-RA-07-010-EN-N-N, ISSN 1977-0375.

⁷⁸ Onetti, A. (2014). "Scaleups. When Does a Startup Turn Into a Scale Up." <http://startupeuropepartnership.eu/scaleups-when-does-a-startup-turn-into-a-scaleup/> (e. t. 21 Aralık 2021).

⁷⁹ <https://startup.capital.com.tr/arastirmalar/hizlilarin-zor-hedefi.html> (e. t. 21 Aralık 2021).

Bu çerçevede, bir girişim şirketi olarak başlayan süreç, kuruluş zorluklarının aşılması, iş modelinin doğrulanması ile birlikte önemli bir aşamayı geçmiş ve scale-up aşamasına gelmiştir. *Scale-up* aşamasının devamında ise amaç, tekrar eden ve kâr edebilir bir iş modeli bularak sürekli bir şirket haline gelmektir⁸⁰.

3. Olgunluk (maturity) aşaması

Ölçek büyüten bir girişim şirketinin karşılaştığı üçüncü aşama artık olgunluk (*maturity*) aşamasıdır. Bu aşamada girişim şirketi *scale-up* sürecini tamamlamış, ürün veya hizmetlerinde bir olgunluk seviyesine ulaşmış, pazarda belirli bir yer edinmiştir⁸¹. Bu aşamada personel sayıları artmaya devam eder ve artık daha sistematik ekipler oluşmaya başlar. Girişim artık tanınır hale gelmiştir. Bu noktada girişimcinin girişimi sona erdirmesi çok düşük bir ihtimaldir. Girişim ya bir sonraki aşamaya geçer ya da bir kısım güncellemelerle ticari hayatına devam eder.

4. Büyüme/vizyon değiştirme aşaması

Girişim şirketleri bakımından “olgunlaşma” aşamasından sonra büyüme veya yeniden değerlendirme aşaması gelmektedir. Bu aşamada girişim sürdürülebilir bir büyümeye ulaşmış olmalı ve yeni pazarlarla büyümeyi devam ettirmelidir. Alternatif olarak girişimin amaçlarını tekrar gözden geçirmesi ve kendisine yeni bir vizyon belirlemesi gerekmektedir. Şirketin büyümemesi veya vizyonunu yeniden belirleyememesi durumunda yörüngesi geriye doğru gidecektir⁸². Yani bir şirketin sürekli aynı evrede kalması mümkün değildir. Şirket ya kendisini yeniden tanımlayacak, yeni ürünler, yeni pazarlar ve stratejiler belirleyecek ya da yavaş yavaş varlığını kaybedecektir.

5. Çıkış/tasfiye aşaması

Bir girişim şirketinin nihai evresi ise sona erme veya çıkıştır. Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, amaçlarını ve stratejisini yenileyemeyen şirketler bakımından sona erme kaçınılmazdır. Bu tür şirketlerin ya ürünlerinin kullanımı sona erecek ya yeni rakipler ortaya çıkarak daha başarılı olacak ve artık bu şirketler için yaşam şansı kalmayacaktır.

⁸⁰ Blank/Dorf, age, s. 15.

⁸¹ Lam/Vega, age, s. 61.

⁸² Lam/Vega, age, s. 61.

Finlandiya merkezli cep telefonu üreticisi Nokia bu anlamda emsalsiz bir örnek teşkil etmektedir. Nokia çok kısa bir süre içerisinde Finlandiya'dan çıkmış ve dünyanın en tanınır markalarından biri haline gelmiştir. Cep telefonu devriminin öncüsü kabul edilen Nokia, bu kadar kısa sürede global cep telefonu pazarının %40'ına hâkim olmuştur⁸³. Nokia, bu inanılmaz başarıya rağmen yeni bir vizyon çizememiş ve yaptığı stratejik hatalardan dolayı yine kısa sürede çökmüştür. Nokia'nın çöküşü, popüler bilgilerin aksine Samsung, Apple gibi global devlerin cep telefonu pazarına girmesinden çok önce, gelişen teknoloji, hızla değişen pazar gereklilikleri karşısında yeni bir vizyon çizememesi dolayısıyla gerçekleşmiştir⁸⁴. Bu bakımdan teknoloji odaklı girişimler bakımından başarısızlık riski sadece başlangıç aşamasında değil, olgunlaşma aşamasından sonra da kendisini göstermektedir.

D. Girişim Şirketlerinin Ölçeği

Yukarıda da değinildiği üzere, bütün küçük işletmeler birer girişim şirketi değildir. Ancak niteliği gereği, girişim şirketinin küçük veya orta büyüklükte olması gerekir. Aksi durumda bir girişim şirketinden değil ekonomik büyümesini sağlamış bir şirketten bahsetmek mümkün olabilecektir.

Küçük veya orta büyüklükte şirket ise her ülkenin kendi iç hukukuna göre belirlenmektedir ve bu belirlemede evrensel kriterler bulunmamaktadır. Türk hukukunda KOBİ'ler çalışan sayısı, yıllık net satış hasılatı veya mali bilanço kriterlerine göre tespit edilmektedir.

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler Yönetmeliği'ne⁸⁵ göre küçük ve orta büyüklükte işletme, “*yıllık çalışan sayısı iki yüz elli kişiden az olan, yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri beş yüz milyon Türk Lirasını aşmayan işletmeleri*” ifade etmektedir.

KOBİ'ler mikro işletme, küçük işletme ve orta büyüklükteki işletme olarak ayrıca sınıflandırılmaktadır. Bu sınıflandırmaya göre çalışan sayısı on kişiden az olan ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri on milyon Türk lirasını aşmayan

⁸³ Yves, D. (2017). *The Strategic Decisions That Caused Nokia's Failure*. INSEAD Knowledge Publications, s 6.

⁸⁴ Bu konuda detaylı bilgi için bkz: Yves, D., Wilson, K. (2017). *Ringtone: Exploring the Rise and Fall of Nokia in Mobile Phones*. Oxford: Oxford University Press.

⁸⁵ 25 Mayıs 2023 tarihli ve 32201 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

işletmeler mikro işletme; çalışan sayısı 50 kişiden az olan ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri yüz milyon Türk lirasını aşmayan işletmeler küçük işletme; iki yüz elli kişiden az çalışanı ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri beş yüz milyon Türk lirasını aşmayan işletmeler ise orta büyüklükte işletme olarak tanımlanmaktadır⁸⁶.

KOBİ'ler Avrupa Birliği düzeyinde de Türk hukukuna benzer bir biçimde çalışan sayısı, ciro ve mali bilanço kriterlerine göre belirlenmektedir. Avrupa Komisyonu tarafından yayımlanan tavsiye kararına göre KOBİ kategorileri aşağıdaki şekildedir⁸⁷;

Şirket Kategorisi	Çalışan Sayısı	Ciro	Mali Bilanço
Orta Büyüklükte İşletme	250'den az	50 milyon avrodan az	43 milyon avrodan az
Küçük İşletme	50'den az	10 milyon avrodan az	10 milyon avrodan az
Mikro İşletme	10'dan az	2 milyon avrodan az	2 milyon avrodan az

Tablo 2.1. Avrupa Komisyonu KOBİ kategorileri

KOBİ'lere ilişkin olarak ABD'de ise daha karmaşık kriterler uygulanmaktadır. Buna göre ABD'de KOBİ'ler, ilgili şirketin faaliyet gösterdiği sektör, şirketin hissedarlık yapısı, personel sayısı ve mali tablolarına göre belirlenmektedir⁸⁸. ABD Küçük İşletme İdaresi, KOBİ'lerle ilgili kriterlere karar verirken ilgili sektörün ekonomik karakteri, sektördeki rekabet, sektördeki ortalama şirket büyüklüğü, girişim maliyeti ve girişim engelleri, teknolojik değişiklikler, büyüme trenleri gibi faktörleri dikkate almaktadır⁸⁹. Bu bakımdan ABD'de küçük işletmelere ilişkin kriterler jenerik olarak değil, her bir sektör özelinde yapılan detaylı inceleme ve değerlendirmelere göre kararlaştırılmaktadır. Bu yaklaşım uygulama açısından AB ve Türkiye'de geçerli olan yaklaşıma göre daha zor olmasına rağmen ekonomik sonuçları bakımından daha doğru bir yaklaşım olduğu değerlendirilmektedir.

⁸⁶ Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler Yönetmeliği m. 5.

⁸⁷ https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition_en (e. t. 15 Aralık 2021).

⁸⁸ <https://www.sba.gov/federal-contracting/contracting-guide/size-standards> (e. t. 15 Aralık 2021).

⁸⁹ <https://www.ecfr.gov/current/title-13/chapter-I/part-121> (e. t. 15 Aralık 2021).

Sonuç olarak, yukarıda açıklanmış olduğu üzere küçük ve orta büyüklükteki şirketlere ilişkin ölçekler her ülke özelinde farklılık göstermektedir. Girişim şirketlerinin ölçeğinin ise KOBİ ve hatta sadece mikro ve küçük işletmeler seviyesinde olması beklenmektedir.

Girişim şirketleri bakımından uygulamada sıklıkla kullanılan ve şirketlerin ölçeğini ifade eden “*Unicorn*” ve “*decacorn*” gibi bir kısım kavramı da açıklamak faydalı olacaktır. *Unicorn*, piyasa değeri 1 milyar ABD dolarını geçen şirketler için kullanılan ve girişim şirketleri bakımından bir hedef olarak gösterilen kavramı ifade etmektedir⁹⁰. Kavram ilk kez girişim sermayesi yatırımcısı Aileen Lee tarafından, 2 Kasım 2013 tarihinde *techcrunch* isimli internet sitesinde yayımlanan makalede kullanılmıştır⁹¹. Bu kullanım sonrasında ise girişimcilik dünyasında en çok kullanılan kavramlardan biri haline gelmiştir⁹².

Decacorn ise, yine 10 milyar ABD doları piyasa değeri eşiğini aşan girişim şirketler için kullanılmaktadır⁹³. 2007 yılında Microsoft’tan aldığı 240 milyon ABD doları yatırımla 10 milyar ABD doları piyasa değerine ulaşarak *decacorn* statüsüne ulaşan ilk şirket Facebook olmuştur. Aldığı 1,5 milyar ABD doları değerlemeyle piyasa değeri 16.5 milyar ABD dolarına ulaşan Trendyol ise Türkiye’nin ilk ve bu tezin yazıldığı esnada tek *decacornu* olma sıfatını elinde bulunduruyor⁹⁴. Trendyol ayrıca ulaştığı bu piyasa değeri ile Türkiye’nin en değerli şirketi unvanına da sahiptir⁹⁵. Trendyol’a ilave olarak Türkiye; Dream Games, Getir, Peak Games gibi *unicorn* statüsüne sahip olan girişim şirketleri çıkarmaya devam etmektedir.

⁹⁰ Hirst, S., & Kastiel, K. (2019). “Corporate Governance by Index Exclusion”, *Boston University Law Review*, 99(3), 1229-1278; Cristea, I. A., Cahan, E. M., & Ioannidis, J. P. (2019). “Stealth Research: Lack of Peer-Reviewed Evidence From Healthcare Unicorns”. *European Journal of Clinical Investigation*, 49(4), e13072.

⁹¹ Welcome to the Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups. <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/> (e.t. 28 Ocak 2022).

⁹² Brown, K.C., & Wiles, K.W. 2015. “In Search of Unicorns: Private IPOs and the Changing Markets for Private Equity Investments and Corporate Control”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(3), 34–48.

⁹³ What is A Decacorn ? The Era of Decacorn Companies. <https://fourweekmba.com/decacorn/> (e. t. 28 Ocak 2022).

⁹⁴ <https://www.trendyol.com/aboutus> (e. t. 28 Ocak 2022).

⁹⁵ Trendyolun 1,5 Milyar Dolarlık Yatırım Turu Doğrulandı. <https://webrazzi.com/2021/08/09/trendyolun-15-milyar-dolarlik-yatirim-turu-sonuclandi/> (e. t. 28 Ocak 2022).

E. Girişim Şirketinin Faaliyet Konusu

Girişim şirketinin özellikleri ile ilgili olarak değinilmesi gereken son konu, girişim şirketinin hangi alanlarda faaliyette bulunması gerektiğidir. Yukarıda da değinmiş olduğumuz üzere, ABD Small Business Administration tarafından yapılan tanıma göre girişim şirketi, teknoloji odaklı olan şirketi ifade etmektedir⁹⁶. Bununla birlikte, Türk mevzuatında yürürlükte bulunan ve SPK tarafından çıkarılan GSYO Tebliği, GSYF Tebliği ve Kitle Fonlaması Tebliği, girişim şirketlerinin faaliyet konuları ile ilgili olarak bir sınırlama getirmemiştir.

GSYO Tebliği'nin "Girişim Şirketi ve Girişim Sermayesi Yatırımı" başlıklı 21. maddesinde girişim şirketlerinin, *"sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda"* olmaları gerektiği düzenlenmiştir.

GSYO Tebliği'nde yer alan bu ifadeye göre, girişim şirketi sınai, zirai veya ticari herhangi bir sektörde faaliyet gösterebilecektir. Bu durumda, bir girişim şirketinin mutlaka bir teknoloji şirketi olmasını gerektirecek herhangi bir yasal düzenleme bulunmamaktadır. Bununla birlikte, yasal, finansal veya organizasyonel bir zorunluluk olmamasına rağmen girişim şirketlerinin büyük çoğunluğunun teknoloji sektöründe faaliyet gösterdiğini belirtmek gerekir. Bu durum, teknoloji sektörünün kendine özgü dinamiklerinden kaynaklanmaktadır.

Öncelikle, teknoloji sektöründe faaliyet gösteren bir girişim şirketinin kurulması, sektörün finansal ve rekabetçi girişim koşulları bakımından değerlendirildiğinde çok daha kolaydır. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, bir teknoloji girişimi kurmak herhangi başka bir girişim kurmaktan daha az finansal kaynak ve insan kaynağı gerektirir. Özellikle yazılım temelli girişimler bakımından değerlendirildiğinde bir bilgisayar ve kodlama yapacak bir kişi ile bir girişim başlatmak mümkündür. Bununla birlikte, örneğin yeme içme sektöründe bir girişim başlatmak için çok daha fazla finansal kaynağa, insan kaynağına ve dolayısıyla

⁹⁶ <https://www.sba.gov/category/types-businesses/high-growth-high-tech> (e. t. 31 Aralık 2021).

başlangıç sermayesine ihtiyaç duyulmaktadır. Teknoloji sektörünün bu özelliği dolayısıyla başlatılan girişimlerin büyük çoğunluğu teknoloji sektöründen olmakta ve bu da girişim şirketi ile teknolojiyi doğal bir biçimde birbirine bağlamaktadır.

İkinci olarak, yukarıda detaylı olarak açıklandığı üzere, bir girişimin en önemli özelliklerinden birisi, yüksek büyüme potansiyeline sahip olabilmesidir. Girişim şirketinin sahip olduğu bu özellik girişim şirketini diğer küçük işletme ve şirketlerden ayırmaktadır. Teknoloji şirketleri burada da diğer sektörlerden farklı bir profil çizmektedir. Gerçekten, inovatif bir teknoloji şirketinin büyüme ve uluslararasılaşma oranı, ölçeği ve diğer sektörlerdeki girişim şirketlerinden çok daha yüksektir⁹⁷. Teknoloji sektöründe faaliyet gösteren girişim şirketleri bu anlamda hem girişim şirketinin büyümesi bakımından hem de yatırımcının yaptığı yatırımın geri dönüşü bakımından diğer sektörlerle göre çok daha avantajlıdır.

Bu noktada, girişimciliğin teknoloji sektöründe olması ile teknoloji odaklı olması arasındaki fark da önem arz etmektedir. Teknoloji sektöründeki girişim şirketleri ürün veya hizmet önerisi olarak doğrudan bir teknolojik çıktı sunarlar. Örneğin, mobil cihaz üreten veya doğrudan yazılım üreten bir girişim şirketi, teknoloji sektöründe faaliyet gösteren bir girişim şirketi olarak nitelendirilebilir. Bununla birlikte, günümüzdeki girişim şirketlerinin önemli bir kısmı teknoloji sektöründe olmamasına rağmen teknolojiyi faaliyette bulunduğu sektörün dönüştürülmesinde ve kendi ürün veya hizmet çıktısında en önemli araç olarak kullanmaktadır. Örneğin, finansal teknolojiler alanında faaliyet gösteren bir girişim şirketi, yüzlerce yıllık geçmişi olan finans sektöründe faaliyet göstermekte ancak bu faaliyetini teknoloji odaklı bir ürün veya hizmet vasıtasıyla göstermektedir. Başka bir örnekle açıklamak gerekirse, Covid-19 salgını ile birlikte kullanım oranları önemli

⁹⁷ Roper, S. (1997). "Product Innovation and Small Business Growth: A Comparison of The Strategies of German, UK and Irish Companies". *Small Business Economics*, 9, 523-537; Elango, B. (1998). "An Empirical Examination of The Influence of Industry and Firm Drivers on the Rate of Internationalization by Firms". *Journal of International Management*, 4(3), 201-221. Türkiye'de de TOBB, TEPAV ve TOBB ETÜ tarafından her yıl yayınlanan en çok büyüyen şirketler arasında teknoloji şirketlerinin önemli bir yer kapladığı görülmektedir. Bkz: TOBB (2021). Türkiye 100 – Türkiye'nin Hızlı Büyüyen Şirketleri, İlk 100'e Giren Şirketlere İlişkin Analizler. s. 19. <https://turkiye100.tobb.org.tr/kazananlar.html> (e.t.15.11.2023).

ölçüde artan elektronik ticaret⁹⁸ aslında binlerce yıllık ticaretin teknolojik uygulamalar ile kolaylaştırılmış halinden başka bir şey değildir.

Yukarıda, Türkiye'nin ilk “*unicorn*” girişimlerinden birine örnek olarak gösterilmiş olan Getir, bu anlamda aslında bakkal çırağlarının onlarca yıldır yapmakta olduğu işi yapmaktadır. Bu bakımdan, girişim şirketlerinin önerdiği teknoloji, ürünlerin veya hizmetlerin fonksiyonlarını ve buna bağlı olarak ölçeğini değiştirmemekte sadece bu ürün veya hizmetlerin sunulma şekillerini değiştirmektedir. Bu durum, girişim şirketlerinin faaliyet alanlarına ilişkin bir yanılığın da ortaya çıkarmaktadır. Kamuoyunda genel bir algı olarak teknoloji girişimi olarak nitelendirilen girişimlerin teknolojik bir çıktı sunması beklenmektedir. Bununla birlikte, yukarıda da detaylı olarak açıklandığı üzere yenilikçilik aslında tamamen bir yaratımı değil, teknolojinin verdiği imkânlarla bir yeniden yorumlamayı/sunmayı içermektedir. Bugün ödeme sistemleri alanında faaliyet gösteren şirketlerin yaptıkları iş temel fonksiyon olarak paranın bulunuşundan beri yapılan bir iştir. Bununla beraber bu alandaki kuruluşlar, teknolojiyi bu temel fonksiyonun kolaylaşması ve demokratikleşmesi için kullanmaktadır.

Bu çerçevede değerlendirildiğinde, günümüzdeki girişim şirketlerinin önemli bir kısmı teknoloji sektöründe faaliyet göstermese de teknoloji odaklı olarak faaliyet göstermektedir. Teknoloji odaklı olarak faaliyet göstermeyen çok az sayıdaki girişim şirketi ise ürün veya hizmetin içeriğinde, müşteriye arzında, pazarda veya satış yönetimdeki farklılığında ortaya çıkmaktadır.

Sonuç olarak, GSYF Tebliği ve GSYO Tebliği'nde girişim şirketinin teknoloji sektöründe veya teknoloji odaklı olarak faaliyet göstermesine ilişkin herhangi bir düzenleme olmasa da ekonomik ve işletmesel gerekçelerle girişim şirketlerinin ezici çoğunluğu teknoloji odaklı hizmet veya ürün sunan şirketler arasından çıkmaktadır.

⁹⁸ Toplu Yılmaz, Ö., & Bayram, O. (2020). “Covid-19 Pandemi Döneminde Türkiye’de E-Ticaret Ve E-İhracat.” *Kayseri Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2, 37-54.

III. Girişimciliğin Finansmanı

A. Girişimciliğin Finansmanının Temel Özellikleri

Girişimciliğin finansmanı, yukarıda girişim şirketine ilişkin olarak yapılan açıklamalar çerçevesinde değeriendirildiğinde, kendine özgü bir kısım özellikler barındırmaktadır. Girişimcilik finansmanının, finansman sağlayanlar bakımından en temel özelliği, bunun risk temelli bir finansman türü olmasıdır. Geleneksel finansman yöntemlerinin aksine, girişimciliğe yapılan yatırım herhangi bir teminatı olmayan, yüksek riskli bir yatırımdır. Bu bakımından yatırımcı ya da fon sağlayanlar açısından en önemli husus, söz konusu riskin en aza indirilmesidir.

Girişimci açısından ise en uygun zamanda ve yeterli miktarda finansmana erişim çok önemlidir⁹⁹. Gerçekten, özellikle teknoloji odaklı girişimlerde finansmanın doğru zamanda ve yeterli oranda olması, girişimin başarıya ulaşmasındaki en önemli faktörlerden biridir. Girişimciler, elde ettikleri finansmanla günlük ihtiyaçlarına ilaveten yatırım ihtiyaçlarını da karşılarlar. Bu anlamda demirbaş giderleri, kira giderleri, personel giderleri, reklam ve pazarlama giderleri gibi giderler girişimcinin finansmana ihtiyaç duyduğu temel hususlardır¹⁰⁰. Özellikle yazılım temelli olan girişimler bakımından bu durum daha büyük önem arz etmektedir. Bu tür girişimlerde, en başta emek ve maliyet yoğun bir süreçten sonra ürün ortaya çıkmakta ve ürün ortaya çıktıktan sonra da ticarileşme işlemleri yapılmaktadır. Bu süreçte hem ürünün ortaya çıkarılmasında hem de ticarileştirme süreçlerindeki gecikmeler, rekabet dolayısıyla girişimin başarısızlığı sonucunu doğurabilecektir.

Girişimciliğin finansmanı girişimci için olduğu kadar ekonomi, istihdam ve gelişme için de son derece önemlidir. Özellikle gelişmiş ülkelerde yaratılan istihdamın dikkate değeri bir kısmı girişim şirketleri tarafından yaratılmaktadır¹⁰¹. Buna ilaveten, girişim şirketleri ekonomik büyüme, kalkınma, yeni teknolojilerin kullanıma sunulması gibi birçok açıdan hem toplumlar hem de devletler bakımından

⁹⁹ Aktaş, R. (2019). “Yeni Girişimciler İçin Finansal Kaynaklara Erişim” içi Erdoğan, Z. (ed). (2019). *KOSGEB Girişimcilik El Kitabı*. s. 234-255.

¹⁰⁰ Erdoğan, age, s 234-255.

¹⁰¹ Kane, T. (2010). *The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction*. Kauffman Foundation Research Series: Firm Formation and Economic Growth. s. 2.

büyük önem arz etmektedir¹⁰². Bu açıdan değerlendirildiğinde girişimciliğin finansmanı sadece finansmanın tarafları olan girişimci ve yatırımcı bakımından değil, toplumlar bakımından da büyük önem arz etmektedir.

Esasında “girişimciliğin finansmanı” bir kavram olarak, ‘girişimcilik’ ve ‘finansman’ gibi birbiriyle çatışan ve birbirinden son derece farklı olan iki kelimenin birleşiminden oluşmaktadır¹⁰³. Bu çerçevede finans, hesaplanmış ve yönetilebilir risklere dayanan, öngörülebilir olan, tamamen mantığa ve sayılara dayalı olan bir alanı ifade ederken; girişimcilik, daha önce yapılmamış olanı yapma, mevcudu yıkma amacı güden ve sezgilere dayanan bir süreci ifade etmektedir¹⁰⁴. Bu sebeple, girişimciliğin finansmanında geleneksel olarak isimlendirilebilecek finansman yöntemlerinin yanı sıra geleneksel olmayan yöntemler ve finansman kaynakları da bulunmaktadır. Bu anlamda geleneksel olarak bilinen banka kredisi, kişinin kendi birikimi veya ailesinin yardımı gibi finansman yöntemlerine ilave olarak girişim sermayesi, melek yatırımcı, kitle fonlaması gibi sadece girişimcilik bakımından geçerli olan finansman yöntemleri de bulunmaktadır. Bütün bu yöntemlerin ortak noktasında girişimcinin girişimini hayata geçirmesi veya büyütmesi için gerekli olan finansmana ulaşması, yatırımcının ise girişimin geleceği üzerinde pay verdiği bir temel alışveriş yatmaktadır¹⁰⁵.

Finans ve girişim arasındaki bu çatışma, girişimciliğin finansmanını son derece karmaşık hale getirmektedir. Girişimciler, potansiyel yatırımcıları fikirlerinin ne kadar değerli ve büyüme potansiyeli olan bir fikir olduğuna, girişimlerinin başarı ile neticeleneceğine ve yatırımcının yaptığı yatırımı kârı ile birlikte geri ödeyeceğine ikna etmek zorundadır. Günümüzde çok fazla sayıda girişimci ancak çok az sayıda yatırımcı olduğu dikkate alındığında, bir girişimci için finansmana erişmenin ne kadar meşakkatli olduğu anlaşılabilecektir.

Girişimcilerin karşı karşıya kaldıkları bu zorluklar yatırımcılar için de geçerlidir. Onlar için de çoğu zaman kendilerine ait olmayan bir paranın en iyi

¹⁰² Da Rin, M., Hellman, T. (2020). *Fundamentals of Entrepreneurial Finance*. Oxford: Oxford University Press, s. 37.

¹⁰³ Da Rin/Hellman, age, s. 37.

¹⁰⁴ Da Rin/Hellman, age, s. 37.

¹⁰⁵ Da Rin/Hellman, age, s. 38-39.

girişime yatırılması, önemli ve zor bir görevi ifade etmektedir. Girişimlerin, girişimcilerin ve pazarın incelenmesi; bu inceleme neticesinde bir karar alarak yatırım yapılması son derece teknik ve zor bir görevdir. Girişim şirketi bakımından yönetim riski, pazarlama riski, teknoloji riski, zamanlama riski gibi birçok risk söz konusu olabileceğinden yatırımcının yapacağı bir yanlış değerlendirme, hesap veya varsayım hatası yapılan bütün yatırımın yok olması sonucunu doğurabilecektir. Yatırımcının çoğu zaman yatırımı başkasının parasıyla gerçekleştirdiği düşünüldüğünde ise bu iş ayrıca zor ve riskli hale gelmektedir.

B. Girişimciliğin Finansmanının Hukuki Özellikleri

Girişimciliğin finansmanının kendine özgü bu koşulları hukuki açıdan da farklı yaklaşımlar ve kurumları zorunlu kılmaktadır. Geleneksel finansman yöntemlerindeki sözleşme tipleri, hukuki ilişkiler ve hukuki kurumlar girişimciliğin finansmanı bakımından geçerliliğini yitirmektedir. Geleneksel finans ilişkilerinde kredi sözleşmeleri, sendikasyon sözleşmeleri gibi sözleşme türleri işlev görürken girişimciliğin finansmanının yaratıcı doğası gereği hem sözleşmeler hukuku hem de şirketler hukuku sınırlarını zorlayan finansman ve dolayısıyla sözleşme türleri ortaya çıkmaktadır.

Geleneksel finansmanda geçerli olan hukuki kurumlar ve ilişkiler için en geniş anlamda kurumsallaşma ve standartlaşma söz konusudur. Bir ticari kredi sözleşmesinin uygulama alanı, hukuki niteliği ve uygulamada yaratmış olduğu sorunlar bütün taraflar bakımından öngörülebilir niteliktedir. Girişimciliğin finansmanı ve dolayısıyla bu alandaki hukuki kurumlarda söz konusu olan standardizasyon ve kurumsallaşma kendisini esnekliğe bırakır. Girişimciliğin finansmanını yaratıcılığın daha özgür kullanıldığı bir finans alanı olması, bu alanda faaliyet gösterecek hukukçuların da yaratıcılıklarını en yüksek seviyede kullanmalarını zorunlu kılar.

Girişimciliğin finansmanın kendine özgü ve yaratıcı yapısı hukuk uygulayıcıları bakımından önemli zorlukları beraberinde getirmektedir. Bu alanda kullanılan sözleşme tipleri daha çok ABD hukuku kaynaklı olan sözleşme tipleridir. Bu üçüncü bölümünde detaylı olarak açıklanacağı üzere, girişimciliğin finansmanında kullanılan paya dönüştürülebilir tahvil (*convertible bond*), SAFE, KISS gibi sözleşmelerin Türk hukukundaki uygulaması henüz belirsizliklerle

doludur. Bu sözleşmelerin, Türk hukuk sistemine uyarlanması ve bu sözleşmeler kapsamında ortaya çıkan uyuşmazlıkların çözümü ise başlı başına önemli sorunlar yaratmaktadır.

Geleneksel finansmanın aksine girişimciliğin finansmanı borçlanma yoluyla değil ortaklık ve borçlanma/ortaklık karması yöntemler yoluyla sağlanır. Başka bir ifadeyle, girişim şirketine sağlanan finansman karşılığında yatırımcı girişim şirketinin paylarını elde eder. Bunun sonucu olarak da girişimciliğin finansmanında yatırımcının girişim şirketinin yönetimine müdahalesi söz konusu olur ve girişimci ile yatırımcı arasında bir menfaat çatışması ortaya çıkar. Girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilememesi, girişim şirketinin değerini ve faaliyetlerini olumsuz etkiler. Bu tezin üçüncü bölümünde girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmaları, girişimciliğin finansmanına özgü kavramlarla açıklanmış ve bu menfaat çatışmasının yönetilmesine ilişkin çözümler önerilmiştir.

Hukuki olarak geleneksel finansman ile girişimcilik finansmanı arasındaki bir diğer fark ise, finanse edilen şirketin motivasyonu ve odağı ile ilgilidir¹⁰⁶. Geleneksel finansmanın odağı gerçekleştirilen finansman işlemi neticesinde en yüksek getiriye elde etmektir. Girişimciliğin finansmanının odağı ise girişim şirketi ve girişimcidir. Gerçekleştirilen finansmanın en temel gayesi girişim şirketinin değerini artırmaktır.

Girişimciliğin finansmanı, hukuki olarak risk dağıtımı yönüyle de kendine özgü özellikler içerir. Geleneksel bir finansman sürecinde, örneğin proje finansmanında, risk dağıtımı ilgili sözleşmeler ve hukuki belgelerle projenin bütün paydaşlarını kapsayacak şekilde gerçekleştirilir¹⁰⁷. Girişimciliğin finansmanında ise yatırımcı gerçekleştirdiği yatırımın tüm riskini kendisi alır. Girişimciliğin finansmanına ilişkin sözleşmelerde bu anlamda risk dağıtımına ilişkin hükümlere ve bu yönde hukuki belgelere rastlanmaz.

Risk bakımından incelenmesi gereken bir diğer husus ise risklerin sigortalanıp sigortalanamayacağıdır. Geleneksel finansmanda (örneğin proje finansmanı) risk

¹⁰⁶ Smith/Simith, age, s. 8-9.

¹⁰⁷ Dewar, J. (Ed.). (2011). *International Project Finance: Law and Practice*. Oxford: Oxford University Press, s. 113-114.

unsurlarının tanımlanması, değerlendirilmesi ve yönetilmesi mümkündür¹⁰⁸. Risklerin tespit edilmesi ve yönetilmesi neticesinde ise bu risklerin sigortalanması söz konusu olmaktadır. Girişimciliğin finansmanında ise bütün risklerin tespiti ve yönetilmesi mümkün değildir. Girişimcilikte, girişim şirketi, girişimci, proje, sektör, pazar karşılığı gibi birçok risk bulunmaktadır ve bu risklerin tamamının yönetilmesi ve dolayısıyla tam anlamıyla sigortalanması mümkün gözükmemektedir.

Girişimciliğin finansmanının hukuki özellikleri ile ilgili olarak bu alanın tek başına borçlar hukuku veya ticaret hukuku bakış açısından anlaşılamayacağını da belirtmek gerekir. Girişimciliğin finansmanı hukuki olarak medeni hukuk, borçlar hukuku, şirketler hukuku, sermaye piyasası odaklı olarak şekillenmesine rağmen bu alanın anlaşılabilmesi için finans ve muhasebe gibi alanların da en azından girişimcilik boyutuyla anlaşılması gerekmektedir. Bu bakımdan girişimciliğin finansmanının hukuk ve finans alanlarının kesişiminde bulunduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.

C. Girişimciliğin Finansmanı ve Kurumsal Finansman (*Corporate Finance*)

Kurumsal finansman, bir şirketin hedeflerine ulaşmak için finans kaynaklarının etkili ve etkin yönetimini ve şirketin finans kaynaklarını elde etmesini ifade etmektedir¹⁰⁹. Kurumsal finansman temel olarak, şirketlerin yatırımlarını ve faaliyetlerini finanse etmeleri ve bu yatırımları şirket paydaşlarına yansıtmaları ile ilgilidir. Kurumsal finans, mevcut olan ve hatta iş modelleri oturmuş olan şirketlere fon sağlamakla ilgilenir¹¹⁰. Kurumsal finansman çoğunlukla standart kurumlara bağlı, esnekliğin çok az olduğu ve ekseriyetle borçlanmaya dayalı finansman üzerine kuruludur¹¹¹.

Kurumsal finansmanda hem risk hem de risk karşılığı gelecek olan karşılık küçüktür. Ayrıca, finansman karşılığında menkul veya gayrimenkul şeklinde çeşitli teminatların alınması kurumsal finansmanın bir başka ayırt edici özelliğidir.

¹⁰⁸ Dewar, age, s. 81.

¹⁰⁹ Watson, D., & Head, A. (2016). *Corporate Finance: Principles and Practice*. Pearson Education. (7. Baskı). s. 2.

¹¹⁰ Alemany, L., & Andreoli, J. J. (2018). *Entrepreneurial Finance*. Cambridge University Press, s. 10.

¹¹¹ Caselli, S., & Negri, G. (2021). *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. Academic Press, s. 5. (Venture Capital in Europe).

Kurumsal finansmanda, fon sağlayan kurumların fon alan kurumların yönetim mekanizmalarına müdahalesi genellikle söz konusu olmamaktadır¹¹².

Girişimciliğin finansmanı ise finansal araçların, tekniklerin ve ilkelerin girişim şirketinin faaliyette bulunması, değerlemesinin yapılması, finansal durumunun yönetilmesine uyarlanması ve uygulanması olarak tanımlanabilir¹¹³. Girişimciliğin finansmanında faaliyetleri belirli bir stabilite kazanmış bir şirketin değil yeni piyasaya çıkan ve faaliyet göstermeye çabalayan bir girişimin fonlanması söz konusu olur. Bu bakımdan girişimciliğin finansmanında risk ve aynı şekilde risk karşısında elde edilmesi beklenen getiri çok yüksektir. İleride detaylı olarak inceleneceği üzere, kurumsal finansmanın ilk ve tek amacı gerekli olan finansmanı sağlamakken girişimciliğin finansmanında buna ilave birçok işlev ve amaç söz konusu olur.

Kurumsal finansmanda, finansman sağlanan şirketin gelecekteki finansal faaliyetleri ve verilen borcun geri ödenip ödenemeyeceği ile ilgili önemli bilgiler bulunur¹¹⁴, bu sebeple kurumsal finansmanda ödemenin dönüşüne ilişkin risk değerlendirmesi yapmak daha kolaydır. Girişimciliğin finansmanında ise, tamamen belirsiz bir gelecek söz konusudur. Gerçekleştirilen yatırımın geri dönüşü ancak girişim şirketinin başarılı olması durumunda söz konusu olabilecektir.

Kurumsal finansman, standart sözleşme ve finans ürünlerinin ticaretinin gerçekleştirildiği kamuya açık borsalar ve pazar yerlerine odaklanır. Bu tür finansal ürünlerin ve sözleşmelerin fiyatları, bu ürünlerin değeri konusunda dikkate değer bilgiler sağlar¹¹⁵. Girişimciliğin finansmanında ise hem mevcut olan bilgi asimetrisi hem de sektörün doğası gereği yatırım yapılan proje veya girişim şirketlerinin gerçek değerini hesaplamak son derece zordur.

Kurumsal finansmanda, yatırım kararları ve finansman kararları birbirinden farklı olan süreçleri ifade eder¹¹⁶. Kurumsal finansmanda, finansman kararları ile yatırım kararları birbirinden bağımsız olarak değerlendirilir ve yine birbirinden bağımsız olarak kararlaştırılır. Kurumsal finansman alanında finansman sağlayacak

¹¹² Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, s.5.

¹¹³ Leach/Melicher, age, s 19.

¹¹⁴ Alemany/Andreoli, age, s. 10.

¹¹⁵ Leach/Melicher, age, s. 15-16.

¹¹⁶ Smith/Simith, age, s. 5.

olan bir kiři, sağladığı finansman neticesinde elde edeceğı faiz gelirinin yůksekliđi ile ilgilenir. Bunun dışında, finanse ettiği projenin başarılı olup olmayacağı veya bůyle bir projenin gerekli ve yararlı olup olmadığı finansman kararı bakımından herhangi bir değer ifade etmez¹¹⁷. Yatırımcı bakımından eđer benzer projelerin yzerinde bir getiri sůz konusu ise ve finansman bakımından gerekli teminatlar sağlanmışsa bůtůn gereklilikler yerine getirilmiş olmaktadır. Giriřimciliđin finansmanında ise yatırım kararı ile finansman kararı girift bir şekilde birbirine bağlıdır. Yatırımcının girişim şirketine ve bu şirketin projesine kani olmuş olması gerekir¹¹⁸.

Bu çerçevede deđerlendirildiđinde, giriřimciliđin finansmanının geleneksel finansman yůntemlerinden iřleyiř, hukuki yapı, amaç gibi birçok yůnden farklılařtıđını ve kendi dinamikleri olan özel bir alanın ortaya çıktıđını sůylemek můmkůn olacaktır. Bugůn sadece geliřmiř ũlkelerde deđil, geliřmekte olan ũlkelerde de geleneksel banka ve sermaye piyasası finans sisteminin dıřında alternatif finansman yůntemlerinin ortaya çıkiřına tanıklık etmektedir¹¹⁹. Yakın gelecekte, giriřimciliđin finansmanının ekonomi ve hukuk důnyasında bůyůk bir yer tutacađı őngörůlebilmektedir.

Ç. Girişim şirketinin Finansman Aşamaları

Giriřimciliđin finansmana sadece giriřimin kurulma anında deđil, bůyůme dۆneminde de ihtiyaç duyulmaktadır. Bu ařamalara gۆre giriřim řirketinin finansman kaynakları da deđiřmektedir. Giriřim řirketinin geçtiđi her bir ařama kendine őzgů finansal ve operasyonel zorluklar barındırmaktadır. Bu çalıřmanın ikinci kısmında daha detaylı açıklanacađı ũzere terminolojik olarak her bir ařamadaki finansman tůrů farklı řekilde isimlendirilmektedir.

İşbu Çalışmanın 1.2.3 Girişim şirketinin Gelişme Evreleri başlığı altında da belirtildiği ũzere, bir girişim şirketinin başlangıcından itibaren temel olarak, (i) geliştirme aşaması, (ii) başlangıç aşaması, (iii) olgunlaşma aşaması, (iv) genişleme aşaması ve çıkiş aşaması olarak beş aşamadan geçmektedir. Salt finansman modelleri

¹¹⁷ Smith/Simith, age, s. 5.

¹¹⁸ Smith/Simith, age, s. 5.

¹¹⁹ University of Cambridge Judge Business School- Cambridge Centre for Alternative Finance, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/about-us/> (e.t. 1 şubat 2022).

bakımından incelediğimizde ise bir girişim şirketini (i) başlangıç aşaması, (ii) büyüme aşaması ve (iii) ileri aşama olarak üç farklı aşamadan geçtiğini belirtebiliriz. Bu üç aşamanın şirket operasyonları, ürünlerin olgunlaşması ve pazarlanması, şirket yönetimi gibi birçok açıdan birbirinden son derece farklı özellikleri bulunmaktadır. Bütün bu özelliklere ilave olarak bu üç aşama, girişim şirketinin finansmanı bakımından da ciddi farklılıklar barındırmaktadır.

Bir girişim şirketinin başlangıç aşamasında finansman kaynakları genellikle kişisel kaynaklar, ailenin sağlamış olduğu kaynaklar (sevgi finansmanı) veya kamunun sağladığı bir kısım kaynaklardan oluşmaktadır¹²⁰. Bu aşamanın ileri evrelerinde ise çoğunlukla melek yatırımcı olarak isimlendirilen bireysel yatırımcılar finansman kaynağı olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, girişim sermayelerinin bu aşamada yatırım yapması son derece istisnai olarak söz konusu olmaktadır.

Girişim şirketinin büyüme aşamasında ise başlangıç aşamasında finansman sağlayan aktörlerin çoğu yerini daha kurumsal yatırımcılara bırakır. Bu aşamada girişim şirketinin ölçeği artık kişisel birikimler veya ailenin sağladığı finansmanın yeterli olmayacağı bir seviyeye gelmiştir. Bir kısım kamu teşvikleri varlığını devam ettirse de bu aşamadaki en temel finansman kaynağı genellikle girişim sermayeleridir. Melek yatırımcıların da büyüme aşamasında yatırım yapması çok sık olmasa da görülmektedir.

Son olarak, bir girişim şirketinin ileri aşamasında ise artık girişimciliğe özgü finansman kaynakları yerini kurumsal finansmana veya sermaye piyasası araçlarına bırakmaktadır. Bir girişim şirketi bu evrede artık olgunlaşma sürecinin tamamlamış ve sürekli bir şirket haline gelmiştir. Bu bakımdan bu şirketin finansman kaynağı olarak girişimciliğin finansmanı araçlarına başvurması son derece istisnaidir. Bu aşamada artık banka kredileri gibi daha geleneksel finansman yöntemleri veya halka arz gibi sermaye piyasası yöntemleri kullanılır.

¹²⁰ Benli, İ.B. (Aralık 2012). “Türkiye’de Başlangıç Aşamasındaki Girişimcilere Verilen Finansal Desteklerin Etkinliği” *Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV) Değerlendirme Notu*. N201289. s. 2 vd.

IV. Girişimciliğin Finansmanı Türleri

Finansman, bir girişim şirketinin ortaya çıkması için gerekli olan teknoloji, insan kaynağı, girişimcilik gibi unsurlarla birlikte zorunlu olan unsurlardan biridir. Girişimcilik ekosistemindeki yoğun rekabet dikkate alındığında finansmanın, girişimciliğin en önemli unsuru olarak değerlendirilmesi yanlış olmayacaktır. Bu sebeple, girişimciliğin finansmanında yeni yöntemler ortaya çıkmakta veya eski yöntemler dönüşüme uğramaktadır.

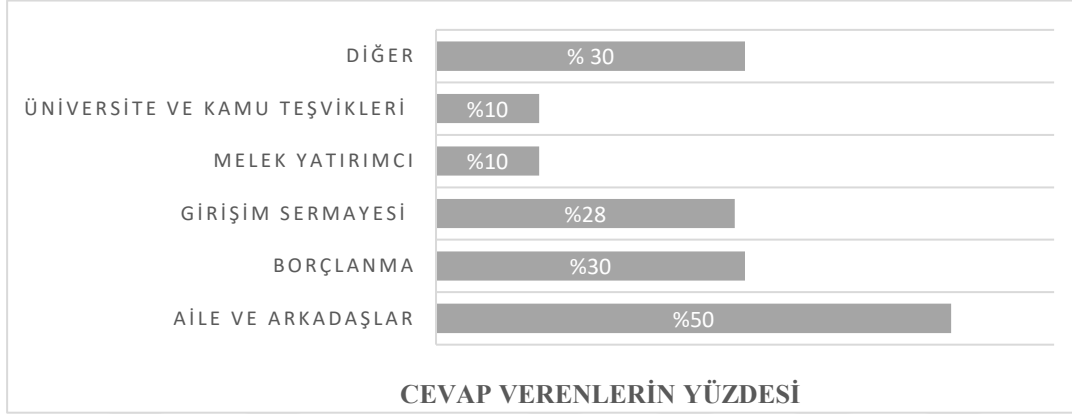
Girişimciliğin finansmanını birkaç farklı ayırım altında incelemek mümkündür. Girişimcilik finansmanına ilişkin kaynakları öncelikle biçimsel ve biçimsel olmayan kaynaklar olarak ayırabiliriz¹²¹. Biçimsel kaynaklar olarak bankaları, girişim sermayesi fonlarını/şirketlerini, teşvik sağlayan kamu kurumlarını, banka dışı kredi kuruluşlarını saymak mümkündür. Biçimsel kaynaklar, genel olarak temel fonksiyonu fon sağlamak olan ve bunu profesyonel bir meslek gereği olarak yapan kurumlarca sağlanan finansmanı ifade etmektedir. Biçimsel olmayan kaynaklar olarak ise şahsi tasarruflar, aile üyelerinin veya arkadaşların sağladığı finansman ve melek yatırımcılar sayılabilir. Biçimsel olmayan kaynaklar da finansman sağlamayı profesyonel bir meslek icabı değil kişisel bir ilişki kapsamında yapan kişileri ifade eder.

Girişimciliğin finansmanı kapsamında yapılabilecek bir diğer ayırım ise, geleneksel ve geleneksel olmayan finansman kaynakları ayırımıdır. Geleneksel finansman kaynaklarıyla, banka veya diğer kredi kuruluşları tarafından sağlanan finansman, aile veya arkadaşlar tarafından sağlanan finansman ifade edilmekteyken geleneksel olmayan finansman kaynakları ile girişim sermayesi, melek yatırımcılık gibi girişimciliğe özgü finansman kaynakları ifade edilmektedir.

Uygulamaya baktığımızda, geleneksel finansman kaynaklarının hâlâ çok büyük oranda kullanılmaya devam ettiğini görüyoruz. Öz sermaye veya banka kredisi gibi bu finansman kaynakları hem erişim hem de kullanım bakımından önemli kolaylıklar sağlamaktadır. Bugün için girişimcilerin en çok tercih ettikleri finansman yöntemlerine ilişkin herhangi bir resmi çalışma bulunmamaktadır. *Gulati*'nin 2014'te

¹²¹ Er, B., şahin, Y. E., & Mutlu, M. (2015). "Girişimcilik için Alternatif Finansman Kaynakları: Mevcut Durum ve Öneriler." *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 1(1), 31-54.

yayımlanan raporu kapsamında yapılan ankete göre aile ve arkadaşlar en çok tercih edilen finansman yöntemi iken borçlanma ve girişim sermayesi en popüler ikinci girişim finansman yöntemi olarak öne çıkmaktadır.



Şekil 2.3. En popüler girişim finansman yöntemleri¹²²

Bugün geldiğimiz noktada, özellikle girişim sermayesi ve melek yatırımcılık gibi yöntemlerin girişimciler arasında çok yaygın olduğunu ve kitle fonlaması gibi yöntemlerin de sürekli bir yükseliş gösterdiğini söylemek mümkündür.

Çalışmanın bu kısmında girişimciliğin finansmanına özgü temel finansman kaynakları iki bölüm halinde incelenecektir. Birinci bölümde girişimciliğin finansmanına ilişkin olarak öz finansman, kamu teşvikleri veya kitle fonlaması gibi finansman sonrası girişim şirketinin yönetim yapısında değişikliğe yol açmayan finansman kaynakları ele alınacaktır. Başka bir ifade ile bu çalışmanın ilk bölümünde girişimci ile yatırımcı arasında, girişimciliğin finansmanına özgü menfaat çatışmasının yaşanmadığı finansman kaynakları, çalışmanın ikinci kısmında ise girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının daha belirgin olduğu finansman kaynakları incelenecektir.

Çalışmanın ilk bölümünde öz finansman, banka kredisi, kitle fonlaması, teknoloji geliştirme bölgeleri, kuluçka merkezleri ve kamu teşvikleri ile katılım bankacılığı ve gölge hisse uygulaması incelenecek, çalışmanın ikinci bölümünde ise girişim sermayesi, melek yatırımcı ve özel sermaye ele alınacaktır.

¹²² Gulati, S. (2014). "Crowdfunding: A Kick Starter For Startups." *TD Economics*, 1-19. s. 2. <https://www.td.com/document/PDF/economics/special/Crowdfunding.pdf>

Son olarak, girişimciliğin finansmanı konusunun hem finansal teknikler hem de hukuk teknikleri bakımından yaratıcılığa son derece açık bir alan olduğunu ifade etmek gerekir. Bu tezde incelemiş olduğumuz yöntemlere yeni yöntemlerin eklenmesi her zaman mümkündür. Çalışmamız kapsamında, pay sahipliği gibi daha önce başka herhangi bir incelemede bir girişimcilik finansman yöntemi olarak incelenmemiş yöntemler de incelenmektedir.

A. Öz Finansman (*Bootsrapping*)

Girişimciliğin finansmanında öz finansman, girişim sermayesi, kitle fonlaması veya melek yatırımcılık gibi girişimciliğe özgü ve kurumsal olmayan finansman kaynağını ifade etmektedir. Öz finansmanı temel olarak kişisel kaynaklar ve aile-arkadaşlar olarak tasnif etmek mümkündür.

1. Kişisel kaynaklar

Girişimciliğin finansmanı bakımından belki de en önemli ve en geleneksel yöntem kişisel kaynaklardır. Girişimciler çoğunlukla, girişimin ar-ge veya geliştirme evresini kendi kaynaklarıyla finanse etmek durumunda kalmaktadır. Bu durum, bu aşamada bir girişimden veya ortaya çıkmış olan bir üründen bahsedilmesi mümkün olmadığı için bir tercihten çok bir mecburiyeti ifade eder.

Bu aşamada ortada olan sadece bir fikir olduğu için en azından bu fikrin yapılabilirliğinin gösterildiği zamana kadar diğer finansman kaynaklarının bu fikre bir yatırım yapması son derece istisnai bir durumdur. Bu sebeple, girişimci öncelikle kendi birikimleriyle fikrini hayata geçirme yolunu seçmek zorunda kalır. Girişimcinin kişisel kaynaklarını kullanmasının, finansman dışında girişimcinin kendi projesine güvendiğini göstermesi bakımından da önemi bulunmaktadır¹²³. Girişimin en başında, henüz herhangi bir ürün veya konsept ortaya koyamamış olan girişimcinin, kendi kaynaklarını girişimine tahsis etmesi diğer yatırımcılara girişimcinin kendi projesine veya fikrine ne kadar inandığını göstermektedir¹²⁴. Gerçekten, özellikle bir girişim aşamasının en başında henüz olgunlaşmış bir iş

¹²³ Hisrich, R.D., Peters, M.P., & Shepherd, D.A. (2017). *Entrepreneurship*. NY: Mc Grow Hill Education, s. 295; Güney, S. (2015). *Girişimcilik: Temel Kavramlar ve Bazı Güncel Konular*. Ankara: Siyasal Kitabevi, s. 165.

¹²⁴ Hogan, D. R. (2016). *The Entrepreneur's Edge II: Finding the Money*. Authorhouse Publishing, Chapter 2: Personal Resources.

planından, üretilen üründen, sağlanan hizmetten ve dolayısıyla herhangi bir satış veya kâr rakamından bahsetmek mümkün olmadığı için girişimcinin bu aşamadaki herhangi bir işletmesel objektif dayanağı olmayan söylemlerini spekülasyon olarak nitelendirmek yanlış olmayacaktır¹²⁵.

Girişim şirketinin kişisel kaynaklarla fonlanması birden fazla yöntemle söz konusu olabilir. Girişimci, öncelikle yapmış olduğu nakit veya hızlıca nakde çevrilebilir birikimi ile girişim şirketini fonlayabilir. Girişimcinin sahip olduğu bir menkul veya gayrimenkulün satılması yoluyla fon yaratılması ise başka bir kişisel kaynak yaratım yöntemi olarak ortaya çıkmaktadır. Girişimcinin gayrimenkul veya araç gibi sahip olduğu bir kısım mal varlığı değerlerini rehin vermesiyle de kaynak yaratması söz konusu olabilecektir. Son olarak, girişimcinin kişisel kredi kartını girişimin fonlanması için kullanması ve böylece bankalar nezdinde bir kredi limiti oluşturması söz konusu olabilecektir¹²⁶. Bu şekilde kullanılan kredinin girişim şirketinin ancak kısa vadeli nakit ihtiyacını karşılayabileceğini belirtmek gerekmektedir.

Ayrıca, İngilizce literatürde '*bootstrapping*' veya '*bootstrap finance*' olarak isimlendirilen ve Türkçe'ye öz finansman olarak çevrilebilecek daha geniş bir kavram da girişimciliğin finansmanı terminolojisinde kullanılmaktadır. Öz finansman en temel şekliyle, nakit para dâhil ancak bununla sınırlı olmamak üzere girişimcinin kendi kişisel kaynaklarını ifade etmektedir. Bir başka ifade ile öz finansman; fiziksel, sosyal ve kurumsal kaynaklara erişim ve bu kaynakların koordinasyonu ile, dış finansmana ihtiyaç duymaksızın, bir girişim şirketinin geliştirilmesini ifade etmektedir¹²⁷.

Bu kaynakları sadece kişisel birikim, aile veya arkadaşların yardımları/fonları olarak değerlendirmek de yanlış olur. Burada girişimcinin hayal gücü ve kişisel özellikleri çerçevesinde genişleyebilecek kaynaklardan bahsedilmektedir. Öz finansman çeşitleri arasında;

¹²⁵ Allen, K.R. (2014). *Launching New Ventures: An Entrepreneurial Approach*. Cengage Learning. (7. Baskı). s. 391.

¹²⁶ Klonowski, D. (2014). *Strategic Entrepreneurial Finance: From Value Creation to Realization*. Routledge Advanced Texts in Economics and Finance. s 136. (Entrepreneurial Finance)

¹²⁷ Klonowski, Entrepreneurial Finance, s. 130.

- Kişisel birikimin kullanılması,
- Kredi kartının veya kişisel banka kredilerinin kullanılması,
- Başka şirketlerle üretim ekipmanlarının paylaşarak giderlerin azaltılması,
- Faktöring,
- Üretim için ihtiyaç olan ürünlerin veya hizmetlerin üretilen ürünle barter yapılması,
- Tedarikçi finansmanı,
- Üretimde ikinci el ekipmanların kullanılması,
- Daha çok tecrübesiz çalışanların işe alınması,
- Tedarik faaliyetlerinin başka şirketlerle birlikte yapılarak maliyetin azaltılması,
- Personele ödeme yerine hisse veya hisse opsiyonu verilmesi,
- Satın alma yerine kiralama yapılması

gibi birçok yöntem sayılabilir¹²⁸. Bu çerçevede, maliyetin azaltılması ve kârın artırılmasına yönelik her türlü işlemi bir öz finansman işlemi olarak saymak mümkündür. Dünya çapında bilinen olan Apple, Google, Hewlett-Packard, Microsoft gibi birçok şirketin kuruluşlarının ilk aşamalarında öz finansmanı çok etkin bir finansman yöntemi olarak kullanmış olduğu bilinmektedir¹²⁹.

Öz finansman genellikle girişimin ilk aşamasında, dış finansman kaynaklarına erişimin mümkün olmadığı veya çok sınırlı olduğu zamanlarda kullanılsa da bazı durumlarda büyüme aşamasına gelmiş ancak henüz dış finansman almak istemeyen girişimciler tarafından da kullanılmaktadır. Bununla birlikte, bütün girişim şirketlerinin öz finansman için uygun olduğunu söylemek mümkün değildir. Öz finansman, başlangıç maliyetinin daha düşük olduğu girişimler bakımından uygun bir finansman yöntemi olsa da başlangıç yatırımı arttıkça öz finansmanın da uygulanabilirliği azalmaktadır.

¹²⁸ Klonowski, Entrepreneurial Finance, s. 130-133.

¹²⁹ Klonowski, Entrepreneurial Finance, s. 130.

Literatürde öz finansmanın birçok avantajından bahsedilmektedir. Öncelikli olarak öz finansman, diğer finansman yöntemleri ile karşılaştırıldığında en esnek, en kolay erişilebilir ve en az maliyetli finansman yöntemi olarak değerlendirilmektedir¹³⁰. Öz finansmana erişim herhangi bir üçüncü kişiye bağlı olmadığı gibi bu finansman yöntemine erişmek için iş planı hazırlanması, fatura kesilmesi veya teminat gösterilmesi gibi süreçlere de ihtiyaç bulunmamaktadır. Öz finansman ayrıca, girişim şirketinin henüz değerinin düşük olduğu bir dönemde, hisse karşılığı finansman sağlanarak şirketin ortaklık yapısının girişimci aleyhine bozulmasını engellemektedir. Girişimin özellikle ilk aşamalarında, hisse/ortaklık karşılığı sağlanan finansman neticesinde girişimci, sahip olduğu payları devretmekte ve bu da dış finansmanın girişimciye olan maliyetini artırmaktadır. Son olarak, psikolojik ve işletmesel açıdan bir değerlendirme yapıldığında öz finansman, girişimciyi disipline etmesi için de önem arz etmektedir¹³¹. Gerçekten, öz finansmanın disiplini ile hareket eden girişimlerin kaynakların kullanılması, maliyetin azaltılması gibi birçok açıdan daha disiplinli hareket edeceği ve bunun da şirketin etkinliğini ve değerini artıracığını söyleyebiliriz.

Öz finansmanın dezavantajları arasında ise girişim şirketiyle girişimcinin bütünleşmesi, girişim şirketinin riskinin tamamen girişimci üzerine geçmesi, aile veya arkadaşlara ortaklık verilmesi durumunda bunun yaratacağı uyuşmazlıklar sayılabilir. Girişimcinin tamamen kendi kaynakları ile finanse ettiği girişim, risk dağıtımının gerçekleşmediği ve riskin direkt girişimci üzerinde kaldığı bir girişim haline gelmektedir. Ayrıca, girişim şirketlerinin ilk aşamalarında ciro ve kârlılık rakamları düşük kalacağı için bu finansman türü yeterli olmayacaktır¹³². Bütün bu hususlar bir arada değerlendirildiğinde, girişimciliğin finansmanında öz finansman bir tercih olmaktan çok bir zorunluluğu ifade etmektedir.

2. Aile ve arkadaşlar

Girişimcilerin sıklıkla başvurduğu bir diğer finansman kaynağı ise aile ve/veya

¹³⁰ Klonowski, Entrepreneurial Finance, s. 130.

¹³¹ Klonowski, Entrepreneurial Finance, s. 131.

¹³² Aypek, N., Yatbaz, A. (2013). “Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Halka Arz Yoluyla Finansmanı İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)”. *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*, 48(2), 1-16.

arkadaşlar olmaktadır. Aile veya arkadaşların yarattığı fon, kredi olabileceği gibi bir ortaklık veya bağışlama şeklinde de olabilecektir. Girişimciye fon sağlayacak olan aile üyeleri veya arkadaşlar girişimin konusunu, büyüme potansiyelini ve eğer kaynak bir kredi şeklinde sağlanmışsa bunun geri ödeme ihtimalinin olup olmadığını araştıracaklardır. Ancak bu finansman yönteminde aile veya arkadaşlık ilişkileri iş ilişkisinin önüne geçmekte ve makul ticari beklentilerden çok ilişkilere ilişkin duygusallıklar devreye girmektedir. Aile veya arkadaşlar tarafından sağlanan finansman, genellikle gayri resmi olarak yapılır ve bu konuda herhangi bir sözleşme hazırlanmaz. Aile arası ilişkilerin etkisiyle taraflar, sözlü olarak anlaşılır ve ilişkilerini sözlü olarak yürütürler.

Aile veya arkadaşlardan sağlanan finansman kolay erişilebilir olmasına rağmen birçok dezavantajı beraberinde getirmektedir. Ailenin sağladığı finansman hem duygusal ilişkilerin hem de ekonomik ilişkilerin bozulmasına yol açabilecek ve ortaya çıkan bu tansiyon girişimin gelişimini olumsuz etkileyebilecektir¹³³. Bu finansman yönetiminin bir diğer dezavantajı da sağlanan finansmanın son derece sınırlı olmasıdır. Aile ve arkadaşlar tarafından sağlanan fon ancak bir fikrin veya projenin çekirdek evresinde fonksiyonel olabilecektir¹³⁴.

Yukarıda açıklanmış olan öz finansman yöntemlerini hukuki açıdan incelemek ise yöntemlerin çokluğu ve esnekliği dolayısıyla bu çalışmanın konusunu teşkil etmemektedir. Bu yöntemlerin her biri bakımından ilgili yönetime ilişkin hukuki düzenlemenin dikkate alınması gerekir. Örneğin, girişim şirketi için şahsi kredi kartını kullanan girişimcinin bu faaliyeti, doğrudan bir girişimcilik faaliyeti olsa da girişimci ile banka arasındaki ilişki bu tezin konusu değil, tüketici hukuku veya bankacılık hukukunun konusunu teşkil etmektedir. Bu çerçevede, öz finansman yöntemlerinin tamamına şamil bir hukuki düzenlemeden veya bunların tamamını

¹³³ Butler, F. C., & Martin, J. A. (2020). "Struggling to Survive: Non-Family Member Employees, The Family, and Stress in Family Firm Startups." In *Entrepreneurial and Small Business Stressors, Experienced Stress, and Well-Being* (pp. 123-146). Emerald Publishing Limited.; Lerman, M.P., Munyon, T.P., Carr, J. C. (2020). "Stress Events Theory: A Therotical Framework For Understanding Entrepreneurial Behaviour." *Entrepreneurial and Small Business Stressors, Experienced Stress and Well Being*, s. 35-65; Klonowski, *Entrepreneurial Finance*, s. 137.

¹³⁴ Andenes, S., & Pendegraft, E. L. (2016). *Financing of Startups: A Comparative Study of Norway and the USA*. *Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi*, s 19.

açıklamayı amaçlayan bir metinden bahsedilmesi de aynı sebeplerle mümkün olmayacaktır.

B. Banka Kredisi

Banka kredisinin girişimciliğin finansmanı bakımından kaynak olarak sayılıp sayılmaması gerektiği tartışma konusudur. Genelde kabul edilen görüş, girişimciliğin finansmanında banka kredisi gibi geleneksel finansman yöntemlerinin, girişimcilik bakımından uygulanmasının son derece zor ve hatta imkânsız olduğu yönündedir.

Özellikle büyük ölçekli bankalar, girişimcilere ve küçük işletmelere kredi verme konusunda son derece muhafazakâr bir tutum sergilemektedir. Bankaların finansal açıdan bir başarı göstermiş, güçlü finansal yapısı olan şirketlere kredi verme ve girişimcilerin veya küçük şirketlerin kredi taleplerini reddetme yönündeki tutumu, girişimcilerin finansman kaynaklarına erişimini önemli bir probleme dönüştürmüştür¹³⁵. Bankaların bu tutumlarının keyfi olmadığını, hem bankacılık mevzuatının bu kadar riskli krediye izin vermediğini hem de ticari açıdan girişim şirketlerinin birçok önemli riskler barındırdığını belirtmek gerekir¹³⁶.

Bankalar, kredi verebilmek için teminat olarak kullanılabilecek mal varlığına (taşınmaz, araç vb.), kredi kullanan şirketin bu krediyi ödemek için gerekli ve yeterli nakit akışına ve gelire sahip olmasına ihtiyaç duyarlar¹³⁷. Özellikle başlangıç aşamasındaki girişim şirketlerinin belirsiz bir nakit akışı olması, girişim şirketinin kredi karşısında teminat sağlayamaması, girişim şirketinin müşteri kitlesinin zayıflığı, yetersiz veya kötü kredi notu, girişim şirketinin en önemli varlığının paraya çevrilmesi çok güç olan bir kısım fikri haklar olması gibi sebepler girişimcilere

¹³⁵ Aktuğ, E., İkizler, D., & Hülagü, T. (2020). "Effects of Small Loans on Bank and Small Business Growth" *Office of Advocacy U.S. Small Business Administration*. s.8-9. <https://cdn.advocacy.sba.gov/wp-content/uploads/2021/03/09094530/De-Novo-Bank-Formation.pdf> (e. t. 10.05.2022); OECD/European Commission. (2014). *Policy Brief on Access to Business Start-up Finance for Inclusive Entrepreneurship: Entrepreneurial Activities in Europe*. Luxembourg: Publications Office of the European Union. s. 4.; Cole, R. A. (2017). "How Did Bank Lending to Small Business in the United States Fare After the Financial Crisis?" Available at SSRN 3077004. s. 3-4.; De Blick, T., Paeleman, I., & Laveren, E. (2023). "Financing Constraints and SME Growth: The Suppression Effect of Cost-saving Management Innovations." *Small Business Economics*, ss. 1-26, s. 2-3.; Hossain, M., Yoshino, N., & Tsubota, K. (2023). "Sustainable Financing Strategies for the SMEs: Two Alternative Models." *Sustainability*, 15(11), 84-88.

¹³⁶ Lehnertz, N., Plagmann, C., and Lutz, E. (2022). "Why Deep Pockets Make Great Borrowers: An Empirical Analysis of Venture Loans." *Journal of Business Economics*, 92(9), 1431-1453.

¹³⁷ Baty, G. B. (1990). *Entrepreneurship for the Nineties*. Prentice Hall Direct, s. 64.

banka kredisi sağlanmasının önündeki en önemli engeller olarak ortaya çıkmaktadır¹³⁸.

Bütün bu kısıtlamalara rağmen, bankaların ve finans kuruluşlarının girişimciliğin finansmanı için birer kaynak olarak değerlendirilmesi gerekir. Bankanın, alacağın temliki gibi bir kısım teminat yöntemleri kullanarak kredi vermesi mümkün olabileceği gibi, kredi garanti fonları gibi bir kısım müesseseler aracılığıyla kamunun teminat sağlaması ile de kredi vermesi mümkün olabilecektir.

C. Kitle Fonlaması (*Crowdfunding*)

Girişimcilik ekosisteminde özel olarak gelişmiş olan finansman yöntemlerinin en önemlilerinden bir tanesi kitle fonlamasıdır (*crowdfunding*). Kitle fonlaması, hukuki ve finansal özellikleri ile başlı başına başka bir çalışmanın konusunu oluşturduğundan bu çalışmada tüm detayları ile incelenmeyecek, konunun anlaşılabilmesi için kavramsal çerçeve ve Türk hukukundaki düzenlemelere değinilmekle yetinilecektir. Ayrıca, kitle fonlamasının türleri ve özelliklerine kısaca değinilecek olsa da girişimcilik bakımından paya dayalı kitle fonlaması uygulanabilir olduğu için kitle fonlamasının bu türü üzerinde durulacaktır.

1. Kavramsal çerçeve

En basit tanımıyla kitle fonlaması, insanların ellerindeki kaynakların, genellikle internet üzerinden bir havuzda toplanarak, bir projenin veya fikrin hayata geçirilmesi için fona ihtiyaç duyan kişi ya da kuruluşlara aktarılmasıdır¹³⁹. İlgili fonun

¹³⁸ Nguyen X-T., & Hille, E. (2019). “Disruptive Lending for Innovations - Signaling Model and Banks Selection of Startups.” *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 21(1), 200-234.

¹³⁹ Best, J., ve Neiss, S. (2014). “Crowdfunding: A Historical Perspective.” *Crowdfunding: A Guide To Raising Capital on the Internet*. Wiley-Bloomberg Press. s. 3; Bradford, S. (2012). “Crowdfunding and the Federal Securities Laws”. *Col. Bus. L.R.* V.1, ss. 1-150, s.10; Küçükgüngör, A. (2020). *Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı*. Ankara: Yetkin Yayınları, s. 28 (Kitle Fonlaması); Belleflamme P./Lambert, T. /Schwienbacher, A. (2014). “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd”, *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609; Kaya, M. İ.; Gözübüyük, B. (2022). “Kitle Fonlamasının Teknoloji Alanında Yenilik Getiren Fikirlerin Finansmanındaki Rolü ve Kitle Fonlaması Sisteminde Yatırımcıların Korunmasının Önemi.” *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 12(2), 1081-1127; Ural, A. E. (2022). *Türk, ABD ve AB Hukuku Düzenlemeleri Çerçevesinde Kitle Fonlaması*. Ankara: Bilkent Üniversitesi. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi. s. 5; https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/crowdfunding_en (e. t. 20.07.2022).

aktarılması karşılıksız olabileceği gibi bir getiri karşılığında veya yatırım maksadıyla ortaklık sağlanması karşılığında da yapılabilir¹⁴⁰.

Kitle fonlaması, mevcut bütün yatırım/finansman yöntemlerine alternatif olarak ortaya çıkmış olan bir yöntemdir. Kitle fonlaması, geleneksel yöntemlerle finansmana erişemeyen girişimcilere finansman sağlamanın yanı sıra, diğer yöntemlerle yatırım yapmak için yeterli birikimi olmayan kişilere de yatırım yapma fırsatı sağlamaktadır.

Kitle fonlamasının mikro finansman ve kitle kaynaklı katkı (*crowdsourcing*) olmak üzere iki farklı kavram üzerine kurulu olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır¹⁴¹. En yalın tanımıyla kitle kaynaklı katkı, bir amacın gerçekleştirilebilmesi maksadıyla birçok kişiden katkı toplanmasını ifade etmektedir¹⁴². Burada katkı olarak sadece finansal bir katkıdan bahsedilmemektedir, kitlelerin bir amacı gerçekleştirmek maksadıyla sundukları hizmet, fikir, içerik gibi her türlü katkıyı bu kapsamda değerlendirmek mümkündür¹⁴³. Türkiye özelinde, Ekşisözlük¹⁴⁴ isimli internet sitesini bu anlamda bir örnek olarak gösterebiliriz¹⁴⁵. Kitle kaynaklı katkıya bir başka örnek olarak ise bugün büyük bir pazar hâkimiyeti sağlamış olan açık kaynaklı yazılımları göstermek mümkündür. Açık kaynak yazılım; bir platform üzerinden yayımlanmış olan, herkesin erişim sahibi olduğu, yazılım üzerinde değişiklik yapabildiği ve bu değişiklikleri aynı platform üzerinden başka insanlarla paylaştığı¹⁴⁶ kollektif yazılım geliştirilmesini veya geliştirilmiş yazılımları ifade etmektedir. Gerçekten, açık kaynak yazılımlar gittikçe büyüyen bir topluluğun katkıları sonucunda milyarlarla ifade edilen bir pazar payına erişmiştir. Açık kaynak yazılımdan her bir kullanıcı, lisanssız olarak herkesin kullanımına sunulmuş olan yazılımda iyileştirmeler ve geliştirmeler yapmakta ve bunu tekrar

¹⁴⁰ Manavgat, Ç. (2019). *Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması*, Prof. Dr. Sabih Arkan'a Armağan, İstanbul: On İki Levha Yayınları, s. 765-786 (Kitle Fonlaması).

¹⁴¹ Bradford, agm, s. 10; Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 25.

¹⁴² Bradford, agm, s. 27.

¹⁴³ Belleflamme/Lambert/Schwiebacher, agm, 588.; Heminway, J.M, Hoffman, S.R. (2011). "Proceed at Your Peril: Crowdfunding and Securities Act 1933" *Tennessee Law Review*; 78, 881; Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 26.

¹⁴⁴ <https://eksisozluk.com/> (e. t. 29.07.2022).

¹⁴⁵ Bradford tarafından ise Wikipedia bu konuda örnek olarak gösterilmektedir. Bradford, agm, s. 27.

¹⁴⁶ Rowland, D., Kohl, U., Charlesworth, A. (2017). *Information Technology Law*. (5. Baskı). NY: Routledge Taylor and Francis Group, s. 518-519.

herkesin kullanımına sunmaktadır. Bunun neticesinde ise lisanslı yazılımların aksine, gittikçe gelişen ve iyileşen bir yazılım ortaya çıkmaktadır.

Kitle fonlamanın üzerine kurulu olduğu diğer kavram ise mikro finansmandır. Mikro finansman, çok küçük meblağlardaki fonun/paranın genellikle geleneksel finansman araçlarına erişimi olmayan dezavantajlı kişi veya gruplara verilmesini ifade etmektedir¹⁴⁷. Kitle finansmanının bugünkü fonksiyonuna ve yaygınlığına ulaşması ancak teknolojinin gelişmesi ile mümkün olmuştur. Bu bakımdan kitle finansmanını oluşturan unsurlardan birinin de teknoloji olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır, hatta teknoloji kitle finansmanının omurgasını teşkil etmektedir¹⁴⁸. Teknoloji ile sadece kitle fonlaması platformları, internet veya sosyal medya siteleri değil, küçük meblağların dolaşımını sağlayan ödeme sistemleri gibi finansal teknolojiler de kastedilmektedir.

Kitle finansmanı yönünden yeni olan, teknolojinin- daha özel bir ifade ile internetin- kitlelerden finansman toplamak amacıyla kullanılmasıdır. Kitle finansmanını oluşturan teknoloji dışındaki kaynakların yani mikro finansman ve kitle kaynaklı katkının hem Türk tarihinde hem de Dünya tarihinde yüzyıllardır kullanılmakta olduğu bilinmektedir. Örneğin, TDK tarafından “*birçok kimsenin toplanıp el birliğiyle bir kişinin veya bir topluluğun işini görmesi ve böylece işlerin sıra ile bitirilmesi*” olarak tanımlanan¹⁴⁹ “imece” yüzyıllardır uygulanan bir kitle kaynaklı katkı modelidir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde kitle finansmanı, kitle kaynaklı katkı, mikro finansman ve teknolojinin birleşiminden ortaya çıkmış olan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.

Yukarıda açıklanmış olan esaslar çerçevesinde bir tanım yapmak gerekirse kitle fonlaması; çok sayıda kişinin çoğunlukla yaptıkları küçük katkılarla ve internet üzerinden, başka kişiler veya organizasyonlar tarafından başlatılmış olan projeleri

¹⁴⁷ Torre, M.L., & Vento, G. A. (2006). *Microfinance*. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions, s. 2; Bradford, agm. s. 28.; Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 26.

¹⁴⁸ Beaulieu, T., Sarker, S., & Sarker, S. (2015). “A Conceptual Framework For Understanding Crowdfunding”. *Communications of the Association for Information Systems*, 37(1), 1-31.

¹⁴⁹ <https://sozluk.gov.tr/> (23.06.2022).

veya girişim şirketlerini desteklemesi veya bu şirketlere yatırım yapması olarak tanımlanabilecektir¹⁵⁰.

2. Kitle fonlamanın kısa tarihçesi

Kitle finansmanın ilk örnekleri olarak 17-18. yüzyıllarda kitap basımının önceden finanse edilmesi¹⁵¹, ABD’de başkanlık seçimleri için halktan bağışların kabul edilmesi¹⁵² kabul edilebilir. ABD’de bulunan dünyaca ünlü Özgürlük Heykeli’nin de 1876’da hem Fransa hem de ABD’de yapılan kampanyalar neticesinde toplanan paralarla inşa edildiği ve bunun da internet olmaksızın gerçekleştirilen bir kitle fonlaması örneği olduğu ifade edilmektedir¹⁵³.

Modern anlamda ilk kitle fonlaması örneği olarak ise 1997 yılında İngiliz müzik grubu Marillion’un Kuzey Amerika turnesinin grubun hayranları tarafından başlatılan bir kampanya neticesinde toplanan 60.000 ABD Doları ile finanse edilmesi gösterilmektedir¹⁵⁴. 2003 yılında ABD Boston’da yaşayan bir müzisyen olan Brian Camelio’nun başlattığı ArtistShare’in ise kitle fonlamasına ivme kazandırdığı kabul edilmektedir¹⁵⁵. Devam eden süreçte, 2005 yılında gelişmekte olan ülkelerdeki girişimcileri desteklemek amacıyla kurulmuş olan bir organizasyon olan Kiva¹⁵⁶, 2009 yılında sanatçılar ve müzisyenlerin projelerinin gerçekleştirilmesi amacıyla kurulmuş olan¹⁵⁷ Kickstarter¹⁵⁸ ortaya çıkmıştır. Kitle fonlamanın özellikle 2008

¹⁵⁰ Dresner, Crowdfunding, s. xi.; Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 28.; Ordanini, A. Miceli, L., Pizzetti, M., Parasuraman, A. (2011). “Crowdfunding: Transforming Customers Into Investors Through Innovative Service Platforms.” *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470; Belleflamme/ Lambert/Schwienbacher, agm, 588-589.; Yanlı, V. (2020). “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi”. *Banking & Commercial Law Journal/Banka ve Ticaret Hukuk Dergisi*, 36(1). 31-54, (Kitle Fonlaması).; Bradford, agm, s. 10.

¹⁵¹ Korkmaz, Ö. (2020). *Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 4; Clapp, S. L. (1931). “The Beginnings of Subscription Publication in The Seventeenth Century.” *Modern Philology*, 29(2), 199-224.

¹⁵² Bradford, agm, s. 11.

¹⁵³ Best/Neiss, age, s. 4.

¹⁵⁴ <https://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382> (e. t. 25.06.202).

¹⁵⁵ Freedman, D. M., & Nutting, M. R. (2015). “A Brief History of Crowdfunding including Rewards, Donation, Debt and Equity Platforms in the USA” [www. freedman-chicago. com/ec4i. History-of-Crowdfunding. pdf](http://www.freedman-chicago.com/ec4i.History-of-Crowdfunding.pdf) Search in. s. 1-2.

¹⁵⁶ <https://www.kiva.org/> (e. t. 31.07.2022).

¹⁵⁷ Best/Neiss, age, s. 4.

¹⁵⁸ <https://www.kickstarter.com/> (e. t. 31.07.2022).

yılında ortaya çıkan küresel finansal kriz sonrasında, girişimcilerin yaşadığı finansmana erişim zorluklarına karşı ivme kazandığı belirtilmektedir¹⁵⁹.

Bugün geldiğimiz noktada, kitle fonlaması trilyon dolarla ifade edilen devasa bir endüstriye dönüşmüştür. İstatistiklere göre kitle fonlaması her yıl %15 oranında büyüme göstermekte¹⁶⁰ ve 2028 yılı itibariyle 43 milyar Amerikan doları pazar büyüklüğüne ulaşması beklenmektedir¹⁶¹. Kitle fonlamasının göstermiş olduğu bu büyüme, kavramın girişimcilik ekosistemi açısından önemini gün geçtikçe artıracaklarını da ortaya koymaktadır.

3. Türk hukukunda kitle fonlaması

Türk hukukunda kitle fonlaması, 5 Aralık 2017 tarihinde Resmî Gazete’de yayımlanan 7601 Sayılı Kanun¹⁶² ile SPKn’da yapılan değişikliklerle hukuk hayatımıza girmiştir. Yapılan bu değişiklik ile SPKn’nun 3, 4, 16 ve 99. maddeleri değiştirilmiş, SPKn’na kitle fonlaması tanımı eklenmiş ve temel olarak SPKn’na eklenen 35/A numaralı madde ile SPK, kitle fonlamasına ilişkin düzenleme yapma, kitle fonlaması platformlarının taşıması gereken nitelikleri belirleme ve faaliyet izni verme ve kitle fonlaması ile ilgili olarak ikincil düzenlemeleri yapma konusunda yetkilendirilmiştir.

SPKn’nda yapılan bu değişiklik üzerine SPK, 3 Ekim 2019 tarihli ve 30907 Sayılı Resmî Gazete’de III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği’ni yayımlamıştır. Bu tebliğde sadece ortaklığa dayalı kitle fonlaması modeli düzenlenmiş olup diğer kitle fonlaması yöntemleri düzenlenmemiştir.

¹⁵⁹ World Bank. (2013). “*Crowdfunding’s Potential for the Developing World. infoDev, Finance and Private Sector Development Department.*” Washington, DC: World Bank, s. 14.

¹⁶⁰ <https://www.forbes.com/sites/forbesagencycouncil/2021/12/20/the-meteoric-rise-of-equity-crowdfunding/?sh=2776d88b4d41> (e. t. 31.07.2022).

¹⁶¹ [https://www.skyquestt.com/report/crowdfunding-market#:~:text=The%20Global%20Crowdfunding%20Market%20was,period%20\(2022%20%2D%202028\).](https://www.skyquestt.com/report/crowdfunding-market#:~:text=The%20Global%20Crowdfunding%20Market%20was,period%20(2022%20%2D%202028).) (e. t. 03.08.2022); https://finance.yahoo.com/news/crowdfunding-market-reach-42-93-150700017.html?guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xLMNvbS8&guce_referrer_sig=AQA-AAFHhoAWUTc9w9fnw9RsWy41RozB8Z262dPz5nFfUM0M_HB2xBbW2U6NrUuGF0n2_NoCcyZ6mBHNXnN_odOXN1mGO37QuNjKMPwZJMVB9xfjcoc4mnvVxm27Y0ov_Tw0bFW_UHv-utNc1Q9j-Mj-q1oLJE4wO-6pObNO1zGwLbNQj&guccounter=2 (e. t. 03.08.2022).

¹⁶² 05.12.2017 tarihli ve 30261 Sayılı Resmî Gazete’de Yayımlanan “7601 Sayılı Bazı Vergi Kanunları ile Diğer Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”

Devam eden süreçte, SPKn’nda 20 Şubat 2020 tarihinde yapılan değişiklikle¹⁶³ SPKn’nun 35. maddesine ilave yapılmış ve bu ilave ile SPK, kitle fonlaması faaliyetlerinin ortaklığa veya borçlanmaya dayalı olarak yapılmasına ilişkin belirleme yapma konusunda yetkilendirilmiştir. SPKn’nda yapılan bu değişiklik üzere SPK, 26 Ağustos 2021 tarihinde internet sitesi üzerinden gerçekleştirdiği ilan ile Kitle Fonlaması Tebliği Taslağı’nı (III – 35/A.2) görüşe açmıştır. Taslak tebliğ ile paya dayalı kitle fonlaması ile borçlanmaya dayalı kitle fonlaması birleştirilerek tek bir tebliğ ile düzenlenmeye çalışılmıştır. SPK tarafından görüşe açılan taslak tebliğ, 27 Ekim 2021 tarihinde Resmî Gazete’de yayımlanarak¹⁶⁴ yürürlüğe girmiştir. Kitle Fonlaması Tebliği’nin yürürlüğe girmesi ile birlikte, Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.1) yürürlükten kaldırılmıştır.

Kitle fonlamasının Türk hukukundaki sermaye piyasası düzenlemeleri kapsamında durumuna da bakmak gerekir. Bağışa dayalı, ödül ve önceden alıma dayalı kitle fonlamasında sermaye piyasası aracı kullanılmamakta ve dolayısıyla sermaye piyasası hukuku da uygulama alanı bulmamaktadır¹⁶⁵.

Paya dayalı model ise, borçlanmaya dayalı model ile birlikte sermaye piyasası araçlarını içermesi dolayısıyla sermaye piyasası mevzuatına tabidir. Bununla birlikte kanun koyucu, SPKn’da yaptığı düzenlemelerle, kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplayan girişim şirketlerini halka açık ortaklık tanımını dışında bırakmıştır¹⁶⁶. Ayrıca, yine SPKn’da yapılan düzenleme ile kitle fonlama platformları aracılığıyla gerçekleştirilen faaliyetler, izahname ve ihraç belgesi hazırlama yükümlülüğünden muaf tutulmuştur.

4. Kitle fonlamasının türleri

Kitle fonlamasını temel olarak fon sağlayıcılara bir finansal karşılık sağlanıp sağlanmadığına göre; bağışa, ödüle, borçlanmaya ve paya dayalı model olmak üzere

¹⁶³ 25.02.2020 tarihli ve 31050 Sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan “Bankacılık Kanunun ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun”

¹⁶⁴ 27 Ekim 2021 tarihli ve 31641 Sayılı Resmî Gazete

¹⁶⁵ Manavgat, Kitle Fonlaması. s. 774.; Kaya/Gözübüyük, Kitle Fonlaması, s. 1087.

¹⁶⁶ Manavgat, Kitle Fonlaması. s. 785. Manavgat kitle fonlaması platformları aracılığıyla fon toplayan şirketlerin halka açık şirket kapsamından çıkarılmasını eleştirmekte ve bu yolla yatırım yapan yatırımcıların sermaye piyasası mevzuatının korumasında çıkarılmasının doğru olmadığını belirtmektedir.

dört türe ayırmak mümkündür¹⁶⁷. Bu dört temel tür dışında da bir kısım hibrid modeller, gelir ortaklığı modeli, fatura ticareti modeli, gayrimenkul modeli, bilanço kredisi gibi modellerin olduğu bilinmekle birlikte¹⁶⁸ bu tezin konusu dolayısıyla sadece dört temel kitle fonlaması modeli temel olarak açıklanacaktır.

a. Bağışa dayalı model

Katılımcılara herhangi bir karşılığın sağlanmadığı, karşılık beklenmeksizin hayır maksadıyla yapılan kitle fonlaması modelidir¹⁶⁹. Bağışa dayalı model, kitle fonlamasının ilk türü olarak ortaya çıkmıştır¹⁷⁰. Kitle fonlaması platformları aracılığıyla siyasi faaliyetlere destek verilmesi veya bir spor kulübünün desteklenmesi bu model kapsamında sayılmaktadır¹⁷¹. Sadece bağış talep eden bu türdeki kitle fonlaması platformlarının son derece sınırlı olduğunu ifade etmek gerekir¹⁷². Bu türdeki kitle finansman yöntemi bakımından bir kampanya sınırı olmaksızın toplanan bütün paranın fon arayan kişiye aktarılması mümkündür.

b. Ödül ve önceden alma dayalı model

Bir diğer kitle fonlaması modeli ise, ödüle veya önceden alıma dayalı modeldir. Bu modelde, para aktaranların beklentisi maddi değil daha çok sevdiği bir sporcuyla tanışmak veya sevdiği desteklediği filmi galasında izlemek örneğinde olduğu gibi manevidir¹⁷³. Bu kitle fonlaması türünün toplanan para bakımından en geniş tür olduğunu söylemek mümkündür¹⁷⁴. Bu kitle fonlaması türünde bir yatırım

¹⁶⁷ Manavgat, Kitle Fonlaması, s. 773; Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, s. 30; Yanlı, Kitle Fonlaması, s. 33-34; Dresner, Crowdfunding, s. 35; De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D., and Klaes, M. (2012). "A Framework for European Crowdfunding." *European Crowdfunding Network* (ECN). s. 10 <https://eurocrowd.org/wp-content/uploads/2021/12/A-Framework-for-European-Crowdfunding.pdf> (e. t. 25.12.2022); Bretschneider, U., Knaub, K., and Wieck, E. (2014). "Motivations for Crowdfunding: What Drives the Crowd to Invest in Start-ups?" *Twenty Second European Conference on Information Systems*. s. 2; Belleflamme/Lambert/Schwienbacher, agm, 586-587.; Ocaklı, O. (2024). *İyi Regülasyon İlkeleri Çerçevesinde Paya Dayalı Kitle Fonlaması*. Ankara: Adalet Yayınevi, s. 34-41.

¹⁶⁸ Özdemir, C. (2020). "Yeni finansman yöntemi kitle fonlaması: paya dayalı modelde kalite sinyalleri ve diğer başarı faktörleri," Başkent Üniversitesi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara. s. 53-55.

¹⁶⁹ Küçükgüngör, Kitle Fonlaması 31; Bradford, agm, s. 11.

¹⁷⁰ Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 31; De Buysere/Gajda/Kleverlaan/Marom/Klaes, age, s. 10.

¹⁷¹ Manavgat, Kitle Fonlaması, s. 772-773.

¹⁷² Bradford, agm., s. 11.

¹⁷³ Manavgat, Kitle Fonlaması. s. 772.

¹⁷⁴ Gulati, agm, 4.

söz konusu değildir¹⁷⁵. Burada tüketim ile yatırım arasında bir çizgi çekmek gerekmektedir. Yatırımın maksadı para karşılığında faiz veya hisse gibi bir getiri elde etmek iken tüketimde kişinin bir ürün veya hizmeti kullanması söz konusu olur¹⁷⁶. Bu bakımdan bu kitle fonlaması türünde elde edilen getirinin herhangi bir şekilde yatırım olarak kabul edilmesi mümkün değildir.

Ödül veya önceden alıma dayalı kitle fonlaması türünde, fon sağlayan bir ürün veya hizmeti önceden alma hakkına veya kendi manevi dünyasında ödül olarak değerlendirdiği bir fırsata hak kazanır. Bu bakımdan bu tür kitle fonlamasında gerçekleştirilen katkıların sponsorluk olarak değerlendirilmesi mümkündür¹⁷⁷.

Önceden alıma dayalı kitle fonlamasının, kitle fonlamasına konu olan ürünün pazarlaması bakımından da önemli işlevleri olduğunu belirtmek gerekir. Kitle fonlaması faaliyeti ile ürün veya hizmet için geliştirilmesinin erken aşamasında bir pazar ilgisi uyandırılmakta ve hatta pazarın ilgisi ölçülmektedir¹⁷⁸. Ayrıca, kampanyaya fon sağlayan kişilerin kampanya konusu ürün veya hizmetle ilgili geri beslemeleri de ürünün veya hizmetin iyileşmesine katkı sağlama işlevi görmektedir¹⁷⁹.

c. Borçlanmaya dayalı model

Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında, fon arayanlar banka veya kredi kuruluşu gibi herhangi bir aracıya müracaat etmeksizin, direkt başka kişilerden, kendi projeleri için küçük miktarda borç niteliğinde fon toplarlar¹⁸⁰. Geleneksel finansman yönteminde bankalar veya kredi kuruluşları temel olarak bir aracı olarak faaliyet gösterir¹⁸¹. Bu aracılık neticesinde bankalar müşterilerinin paralarını yine müşterilerine kredi olarak vererek para kazanırlar. Bankaların bu aracılık faaliyetleri;

¹⁷⁵ Bradford, agm, s. 32.

¹⁷⁶ Bradford, agm, s. 32.

¹⁷⁷ Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 33.

¹⁷⁸ Mollick, E. (2014). "The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study." *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.

¹⁷⁹ Steigenberger, N. (2017). "Why Supporters Contribute to Reward-Based Crowdfunding." *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 23(2), 336-353.

¹⁸⁰ Beaulieu/Sarker/Sarker, agm, 8-9.; De Buysere/Gajda/Kleverlaan/Marom/Klaes, age s. 10.; Atsan, N., & Erdoğan, E. O. (2015). "Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlese Fonlama Crowdfunding." *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 10(1), 297-320.

¹⁸¹ Hollas, J. (2013). "Is Crowdfunding Now A Threat to Traditional Finance?" *Corporate Finance Review*, 18(1), 27-31.

pahalı olması, kredi talep edenlerden önemli ölçülerde teminat talep etmesi ve bürokratik olması dolayısıyla yüksek maliyetlidir¹⁸². Bu modelin en temel faydası, banka ve finans kuruluşlarının aracılığını ortadan kaldırmak suretiyle fon toplayanların daha düşük faizle borçlanmasını, fon sağlayanların ise daha yüksek getiri ile borç vermesini sağlamasıdır¹⁸³. Bu sebeple bu modeldeki kitle fonlaması denklemleri arasında olarak çevirebileceğimiz “peer-to-peer” borçlanma olarak isimlendirilmektedir¹⁸⁴.

Bu modelde genellikle piyasaya göre daha düşük de olsa faiz talep edilmektedir. Bununla birlikte faiz talep edilmeyen borçlanmaya dayalı kitle fonlaması kampanyaları da mevcuttur¹⁸⁵. Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının ayrıca finanse edilen şirketin gelecekteki kârına katılmalı¹⁸⁶ veya özellikle sosyal amaç güden projelerde paranın geri ödenmesinin fon aktarılan şirketin kâr elde etmesine bağlı olduğu türleri mevcuttur¹⁸⁷.

ç. Paya dayalı model

Girişimciliğin finansmanı bakımından en önemli kitle fonlaması modeli, paya dayalı kitle fonlamasıdır. Paya dayalı kitle fonlamasında, yatırımcının gerçekleştirdiği nakit yatırım karşısında kendisine ortaklık payı sağlanır. Bu model ile yatırımcı ortak olduğu şirkette ortaklık haklarından yararlanır¹⁸⁸ ve şirketin riskini ortak olarak üstlenir¹⁸⁹. Bu modele, sermaye yatırımı modeli de denmektedir¹⁹⁰.

Bu modelde, yatırımcı girişim şirketine ortak olduğu için girişimci ile yatırımcı arasında menfaat çatışması çıkması söz konusu olabilecektir. Bununla birlikte, yatırımcının yapacağı yatırıma ilişkin kurallar önceden konulmuş olması dolayısıyla

¹⁸² Hollas, agm, s. 30.

¹⁸³ Beaulieu/Sarker, Sarker, agm, s. 16.

¹⁸⁴ De Buysere/Gajda/Kleverlaan/Marom/Klaes, age s. 11.; Ergen, M., Lau, J., & Bilginoğlu, K. (2018). “Dağıtık Girişimci Sermayesi: Kitle Fonlaması”, *Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’nın 2013 yılında düzenlediği 3. Sanayi Şûrası*, Ankara, Türkiye. s. 5.

¹⁸⁵ Manavgat, Kitle Fonlaması. s. 772.

¹⁸⁶ Hemer, J. (2011). “A Snapshot on Crowdfunding”, *Arbeitspapiere Unternehmen und Region*, No. R2/2011, Fraunhofer ISI, Karlsruhe, 1-39. s. 14.

¹⁸⁷ Hemer, agm. s. 14-15. Zengin, S., Yüksel, S., & Kartal, M. T. (2017). “Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye’ye Faydaları.” *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 22-32.

¹⁸⁸ Kitle fonlaması sisteminde oydan yoksun ve imtiyazlı payların ihracı mümkündür. Detaylı bilgi için bkz: Yanlı, Kitle Fonlaması, 43-46.

¹⁸⁹ Hemingway, J. M. (2017). “Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier.” *Okla. L. Rev.*, 70, 189-214; Yanlı, Kitle Fonlaması.

¹⁹⁰ Manavgat, Kitle Fonlaması. s. 772.

bu menfaat çatışmasının etkisi çok sınırlı olacaktır. Kitle fonlaması, tez çalışması kapsamında girişimciliğin finansmanı ekseninde incelendiği için tezin devam eden kısımların da paya dayalı kitle fonlaması detaylı olarak açıklanmıştır.

5. Kitle fonlamasında taraflar

Kitle fonlaması sisteminin anlaşılabilmesi için bu sistem içerisinde faaliyet gösteren aktörlerin de anlaşılması gerekmektedir.

a. Girişimci ve girişim şirketi

Kitle fonlaması sistemi içerisindeki aktörlerden ilki, finansman ihtiyacı içerisinde olan girişimcidir. Girişimcinin tanımı tezin ilk kısmında yapıldığı için bu kısımda ayrıntılı açıklamalardan kaçınılacaktır. Bununla birlikte, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 27 Ekim 2021 tarihinde yayımlanmış olan Kitle Fonlaması Tebliğinde (III-35/A.2)¹⁹¹ girişimcinin tanımı “*projesine paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla kaynak arayan Türkiye’de yerleşik gerçek kişileri ve limited veya anonim şirket türündeki tüzel kişiler*” şeklinde yapılmıştır. Tanımdan da anlaşıldığı üzere girişimci, gerçek kişi olabileceği gibi anonim şirket veya limited şirket şeklinde kurulmuş olan bir tüzel kişi de olabilecektir.

Kitle Fonlaması Tebliği’nin 4(g) maddesi uyarınca girişim şirketi ise, “*anonim şirket kurma zorunluluğu olmadan faaliyetlerine devam edecek ve Türkiye’de kurulu olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve projesine kaynak ihtiyacı bulunan anonim şirketleri veya toplanan fonların emanet yetkilisi nezdinde açılan bloke hesabına aktarılması öncesinde anonim şirkete dönüşmesi zorunlu olan limited şirketleri*” ifade etmektedir. Kitle Fonlaması Tebliği’nde yer alan girişim şirketi tanımının (i) Türkiye’de kurulu olma, (ii) gelişme potansiyeli taşıma ve (iii) kaynak ihtiyacı bulunma olmak üzere üç unsuru bulunmaktadır. Bu tanım, hem GSYO Tebliği’nde hem de GSYF Tebliği’nde yer alan tanımlarla, bu üç unsur bakımından, bire bir özdeşlik göstermektedir. Bu doğrultuda, çalışmamızın ilk kısmında detaylı olarak açıklandığı üzere, Kitle Fonlaması Tebliği bakımından da girişimcinin veya girişim şirketinin teknoloji odaklı ve büyüme potansiyeli yüksek olan girişimler bakımından geçerli olduğunu belirtmek gerekmektedir.

¹⁹¹ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/10/20211027-3.htm>

Bu husus, Kitle Fonlaması Tebliği'nin paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplayacak olan girişim şirketlerinin toplayacakları fonlarla gerçekleştirecekleri projeler bakımından getirilen sınırlamalarda da kendisini göstermektedir. Kitle Fonlaması Tebliği'nin 23. maddesine göre, fon toplayacak girişim şirketinin teknoloji ve/veya üretim faaliyetinde bulunması gerekmektedir. Kitle Fonlaması Tebliği 4(y) maddesine göre teknoloji faaliyeti *“katma değeri ve rekabet edebilirliği yüksek teknolojik ürün ve hizmet üretimini ve/veya teknolojik bir buluşun ticari bir ürün, yöntem ya da hizmete dönüştürülmesi amacıyla yürütülen teknoloji geliştirme faaliyetini”*, Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4(bb) maddesine göre üretim faaliyeti ise *“yüksek katma değer ve istihdam yaratma potansiyeli taşıyan bir iş modeline bağlı olarak girdilerin belirli bir süreçten geçirilerek fiziksel ürüne dönüştürülmesi faaliyetini”* ifade etmektedir. Bütün bu düzenlemeler aslında kitle fonlaması ile ancak teknoloji odaklı girişimlerin fonlanabileceğini düzenlemektedir¹⁹².

Son olarak, Kitle Fonlaması Tebliği'nde yer alan esaslar çerçevesinde, bir girişimin kitle fonlaması yoluyla fonlanabilmesi için girişimin veya girişim şirketinin başlangıç aşamasında olması gerekmektedir. Kitle Fonlaması Tebliği bu durumu girişim şirketinin ölçeği bakımından getirdiği sınırlamalarla düzenlemektedir. Kitle Fonlaması Tebliği'nin 23/(b) maddesine göre, bir girişimin kitle fonlaması yoluyla finansmana erişebilmesi için, *“30/12/2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1)’nin 8 inci maddesinde finansal tablo kalemleri için öngörülen eşikleri”*ni aşmaması gerekmektedir.

Kitle Fonlaması Tebliği ayrıca halka açık şirketler gibi kitle fonlaması yoluyla fon toplayamayacak olan şirketleri açık bir şekilde düzenlemiştir. Bir özet yapmak gerekirse, kitle fonlamasının sadece teknoloji ve/veya üretim alanında projesi olan ve gelişme potansiyeli taşıyan başlangıç aşamasındaki girişimciler için bir finansman kaynağı olabilecektir.

¹⁹² Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 246.

b. Yatırımcı

Kitle fonlamasının diğer önemli aktörü ise yatırımcılardır. Kitle fonlaması açısından yatırımcı, girişimciliğin finansmanındaki diğer yöntemlerden daha farklı bir konuma sahiptir. Girişim sermayesi, melek yatırımcılık gibi girişimciliğin finansmanı yöntemlerinde daha çok konuya ve sektöre hâkim kişilerin veya kurumların yatırımcı oldukları görülürken, kitle fonlamasında konu ve sektör hakkında herhangi bir bilgisi veya deneyimi olmayan kişilerin de yatırımcı olabildikleri görülmektedir¹⁹³. Bu durum dikkate alındığında, kitle fonlamasında yatırımcının ayrı bir önemi bulunmaktadır diyebiliriz.

Kitle fonlamasında nitelikli yatırımcı ve nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler olmak üzere iki yatırımcı türü bulunmaktadır. Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4/1(r) maddesinde nitelikli yatırımcı girişim sermayesi şirketlerine ilişkin düzenlemelere atıf yaparak düzenlenmiştir. Girişim sermayesi düzenlemelerine göre nitelikli yatırımcı¹⁹⁴ ise, “*Kurulun sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan kişiler ile 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik’te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişiler*” olarak tanımlanmıştır. SPK’nın sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin düzenlemelerinde nitelikli yatırımcı¹⁹⁵, “*Kurulun yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dâhil profesyonel müşteriler*” olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede nitelikli yatırımcıyı “*yatırım fonları, emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, özel finans kurumları, portföy yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20. maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve halka arz tarihi itibariyle en az 1*

¹⁹³ Kaya/Gözübüyük, Kitle Fonlaması, s. 1094; Hazen, T.L (2012). “Crowdfunding or Fraudfunding- Social Networks and the Securities Laws-Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosures,” *North Carolina Law Review*, 90(13), 1766.

¹⁹⁴ Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4) m. 3/1 (o); Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3) m. 3(1) l.

¹⁹⁵ Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2) m. 4/1(m).

milyon Türk Lirası tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler”¹⁹⁶ ve ayrıca SPK tarafından belirlenecek diğer kişiler olarak tanımlamak mümkündür.

Kitle Fonlaması Tebliği çerçevesinde nitelikli yatırımcı ile nitelikli olmayan yatırımcı arasındaki temel fark, nitelikli olmayan yatırımcıya getirilen yatırım sınırlamalarında ortaya çıkmaktadır. Buna göre, nitelikli olmayan gerçek kişiler bakımından bir takvim yılı içerisinde yapılacak yatırım üst sınırı olarak 50.000 TL belirlenmiştir¹⁹⁷. Yatırımcının beyan ettiği gelirinin yüksek olması durumunda bu sınır, en fazla 200.000 TL¹⁹⁸ olması şartıyla yatırımcının beyan ettiği gelirinin %10’una kadar artırılabilir. Burada, SPK’nın ABD’de yürürlükte olan ve JOBS Kanunu olarak kısaltılan Jumpstart Our Business Startup Act ile gerçekleştirilen düzenlemeleri benimsenmiş¹⁹⁹ ve kitle fonlaması yatırımcılarının korunması için yatırım sınırı getirmiş olduğu görülmektedir²⁰⁰. Kitle fonlaması girişimlerinin çoğunlukla bir erken aşama girişimi olduğu ve projenin başarısız olma riskinin çok yüksek olduğu nazara alındığında nitelikli olmayan yatırımcılar bakımından sınırlama getirilmesi yaklaşımının ekonomik olarak fonksiyonel ve yararlı olduğu değerlendirmek mümkündür. Bu sınırlama ile ayrıca, kitle fonlaması sisteminin temel yapı taşı olan kitle kaynaklı desteğin de gerçekleştirilmesi kolaylaştırılmaktadır. Böylece paya dayalı kitle fonlamasında girişim şirketinin paylarının belirli kişilerde konsolide olmasının önüne geçilmiş olmaktadır.

Kitle Fonlaması Tebliği’nin sistemi açısından nitelikli yatırımcı ile nitelikli olmayan yatırımcı arasındaki bir diğer fark ise yatırımcıların edineceği payların niteliğine ilişkindir. Kitle Fonlaması Tebliği’nin 16/(3) maddesine göre yatırımcılara verilecek olan paylar arasında imtiyaz farkı yaratılamayacağı düzenlenmiş ancak nitelikli yatırımcılar bakımından bu kuralın uygulanmayacağı belirtilmiştir. Başka bir ifadeyle, nitelikli olmayan yatırımcılara sağlanan paylar arasında bir imtiyaz farkı yaratılamazken nitelikli yatırımcılara sağlanan paylarda imtiyaz farkı

¹⁹⁶ III-39.1 Sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 31.

¹⁹⁷ Bu rakam SPK’nın 29.12.2023 tarihli ve 2023/82 Sayılı Bülteni ile 250.000 TL’ye yükseltilmiştir.

¹⁹⁸ Bu rakam SPK’nın 29.12.2023 tarihli ve 2023/82 Sayılı Bülteni ile 1.000.000 TL’ye yükseltilmiştir.

¹⁹⁹ Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 244.

²⁰⁰ Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 98.

yaratılabilecektir. Benzer şekilde, aynı tebliğin 16/(7) maddesine göre, nitelikli olmayan yatırımcı girişim şirketindeki paylarını projeye ilişkin kampanyanın başladığı tarihten itibaren üç yıl içerisinde devredemezken, bu sınırlama nitelikli yatırımcılar bakımından uygulanmamaktadır.

c. Kitle Fonlaması Platformu

Kitle fonlaması sisteminin bir diğer aktörü ise kitle fonlaması platformudur. Hem SPKn'nın 35/A maddesi hem de Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4/1(u) maddesi kitle fonlaması platformunu “*kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluşlar*” olarak tanımlamaktadır. Kitle fonlaması platformu, girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkiyi kuran internet portalıdır. Platformun işlevi teknolojik altyapıyı sağlayan bir internet sitesi olmasının yanında, girişimciyle potansiyel ya da mevcut yatırımcılar arasındaki iletişimi de sağlamaktır²⁰¹. Bu bağlamda kitle fonlaması platformlarını, kitle fonlaması ekosisteminin alt yapısı, aracısı, orkestra şefi ve kural uygulayıcısı olarak nitelendirmek yanlış olmayacaktır²⁰².

Kitle fonlaması platformlarını sadece aracılık hizmeti sunan yapılar olarak nitelendirmek, bu yapıların yatırımcı niteliği dikkate alındığında eksik kalacaktır. Gerçekten hem Kitle Fonlaması Tebliği ile getirilen düzenlemeler hem de diğer hukuk sistemlerinde yer alan düzenlemeler uyarınca kitle fonlaması platformu, kendi portalında yatırıma açtığı girişimciye danışmanlık sağlayabilecek ve yatırımcı olabilecektir²⁰³. Kitle Fonlaması Tebliği'nin 11. maddesine göre platformların girişimciye, girişim şirketine ve fonlanan şirkete danışmanlık vermesi ve her bir kampanya için hedeflenen fon miktarının en fazla %20'sine kadar olacak şekilde fon sağlaması mümkündür²⁰⁴. Öğretide platformun girişim şirketine yapacağı yatırım, halka arz aracılık faaliyetine benzetilmiş ve bunun kitle fonlamasının başarısı açısından zorunlu olduğu belirtilmiştir²⁰⁵.

²⁰¹ Beauileu/Sarker/Saonee, agm, s. 4.

²⁰² Ordanini/Miceli/Pizzetti/Parasuraman, agm, 448.; Beauileu/Sarker/Saonee, agm, s. 4.

²⁰³ Ordanini/Miceli/Pizzetti/Parasuraman, agm, 445.

²⁰⁴ Kitle Fonlaması Tebliği çerçevesinde sağlanan fonun platformun özkaynaklarının en fazla %50'si olabilecektir.

²⁰⁵ Ibrahim, D. M. (2020). “Underwriting Crowdfunding”. *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 25(2), 302.

Kitle Fonlaması Tebliği'nde platformların sahip olması gereken nitelikler, uyması gereken organizasyonel kurallar ve faaliyet esasları detaylı olarak düzenlenmiştir. Biz burada sadece önemli olduğunu düşündüğümüz bir kısım gereklilik ve niteliklere değinmekle yetineceğiz.

SPKn'da ve Kitle Fonlaması Tebliği'nde yer alan nitelikleri taşıyan platform kurucuları, Kitle Fonlaması Tebliği'nde istenen belgelerle birlikte SPK'ya başvururlar. SPK tarafından listeye alınma, kitle fonlaması platformlarının faaliyete başlayabilmesi için zorunludur.

Öncelikli olarak, Kitle Fonlaması Tebliği'nin 5. maddesine göre platformun mutlaka anonim ortaklık olarak ve asgari 1 milyon TL²⁰⁶ sermaye ile kurulması gerekmektedir. Burada şirketin türünün ve asgari sermaye tutarının platform bakımından güvence olacağı değerlendirilmiştir. Kitle fonlaması platformlarının paylarının nama yazılı olması ve ticaret unvanlarında "Kitle Fonlama Platformu" ibaresinin yer alması da Kitle Fonlaması Tebliği'nin getirmiş olduğu diğer koşullardır. Ayrıca, platformun esas sözleşmesinde faaliyet konusunun münhasıran paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetine aracılık edilmesinin belirtilmiş olması gerekmektedir. Kitle Fonlaması Tebliği ile ayrıca platformların kurucularına ve yönetim kurulu üyelerine ilişkin olarak da çeşitli koşullar getirilmiştir.

Kitle Fonlaması Tebliği, platformların kurumsal yapıları bakımından da çeşitli organizasyonel zorunluluklar getirmiştir. Buna göre, platformun mutlaka bir iç yönetim ve kontrol birimi ile muhasebe ve operasyon birimi kurmuş olması gerekir²⁰⁷. Platform ayrıca bu birimlerde çalışacak yeterli sayıda insanı da istihdam etmek zorundadır.

Platform, sahip olması gereken bu organizasyonel birimlere ilaveten en az bir yatırım komitesi oluşturmalıdır. Yatırım Komitesinin niteliklerine ilişkin detaylı düzenlemeye de Kitle Fonlaması Tebliği'nin 9. maddesinde yer verilmiştir²⁰⁸.

²⁰⁶ Bu rakam SPK'nın 29.12.2023 tarihli ve 2023/82 Sayılı Bülteni ile 15.000.000 TL'ye yükseltilmiştir.

²⁰⁷ Kitle Fonlaması Tebliği m. 5/5.

²⁰⁸ Kitle Fonlaması Tebliği'nin 9. Maddesine göre platformun yatırım komitesinin en az 3 üyeden oluşması; üyelerin çoğunluğunun finans, girişimcilik, işletmecilik, hukuki danışmanlık, teknoloji,

Platform yatırım komitesi, temel olarak projenin bilgi formunu onaylar ve paya dayalı kitle fonlaması bakımından fizibilite raporunu, borçlanmaya dayalı kitle fonlaması bakımından ise kredibilite raporunun incelenmesine ilişkin kriterleri belirler²⁰⁹. Bu sistem ile kamuya açıklanacak olan projeler açısından kamunun değerlendirmesi öncesinde platformun bir değerlendirme yapması ve yatırımcının korunması açısından kamuya açılması uygun olmayan projelere izin vermemesi şeklinde bir yapı kurulmuştur. Yatırım komitesi üyelerinin girişimcilerle aralarındaki menfaat çatışması dikkate alınarak, üyelerin girişim şirketlerinden herhangi bir ekonomik menfaat temin etmesi ve değerlendirdikleri kampanyalara hedeflenen fon tutarının %5'inden fazla yatırım yapması, Kitle Fonlaması Tebliği'nin 9/11 maddesi ile yasaklanmıştır. Bu durumda, yatırım komitesi üyelerinin değerlendirdikleri kampanyalara hedeflenen fon tutarının %5'inden daha az olmak kaydıyla yatırım yapabilmeleri söz konusu olacaktır.

Yatırım komitesi konusu kapsamında çok kısaca bu komitenin hukuki niteliğine de değinmek gerekmektedir. Kitle fonlaması platformlarının halka açıklık statüsünün bulunmaması²¹⁰ dolayısıyla yatırım komitesinin kurumsal yönetim ilkeleri kapsamında kurulmuş olan bir komite olmadığı kolaylıkla söylenebilecektir. Bu konu ile ilgili olarak öğretilerdeki görüşlerden biri yatırım komitesinin TTK m.366/2²¹¹ kapsamında değerlendirilebilecek bir komite olduğu yönündedir²¹². Öncelikle, TTK m. 366/2 kapsamında kurulan komiteler yönetim kuruluna bağlı olarak ve yönetim kurulunun denetimi altında görev yapan organizasyonlardır ve bu komitelere herhangi bir şekilde yetki devri söz konusu değildir²¹³. Yönetim kuruluna bağlı

ticaret ve sanayi gibi alanlarda en az 5 yıllık tecrübesinin olması; bir üyenin platformun yönetim kurulu üyesi olması; en az bir üyenin sermaye piyasası faaliyetleri düzey 3 lisansına sahip olması ve son olarak üyelerin kurucular ve yönetim kurulu üyeleri bakımından aranan şartları taşıyor olması gerekmektedir. Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyeti yürüten platformlar bakımından ise bu şartlara ilave olarak üyelerden en az birinin kredi derecelendirme lisansına sahip olması; üye sayısının çoğunluğu bakımından ise diğer uzmanlıklara ilave olarak istatistik, risk değerlemesi ve yönetimi, finansal analiz, derecelendirme ve değerlendirme alanlarından birinde en az 5 yıllık tecrübesinin olması gerekmektedir.

²⁰⁹ Kitle Fonlaması Tebliği m. 9/(8).

²¹⁰ SPKn 3/1 (e).

²¹¹ Yönetim kurulu, işlerin gidişini izlemek, kendisine sunulacak konularda rapor hazırlamak, kararlarını uygulamak veya iç denetim amacıyla işlerinde yönetim kurulu üyelerinin de bulunabileceği komiteler ve komisyonlar kurabilir.

²¹² Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 223.

²¹³ Poroy, R., Tekinalp, Ü. & Çamoğlu, E. (2021). *Ortaklıklar hukuku I.* (15. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 346.; Kırca, İ., Şehirli Çelik, F. H., & Manavgat, Ç. (2013). *Anonim Şirketler Hukuku*

olarak çalışan komite ve komisyonlar, yönetim kurulundan bağımsız ve icrai karar alma yetkisi bulunmayan, yönetim kurulunun daha sağlıklı karar almasını teminen destekleyici nitelikte bir işlevi bulunan oluşumlardır²¹⁴.

Bununla birlikte hem SPKn m 35/A (6)²¹⁵ hem de Kitle Fonlaması Tebliği m. 29²¹⁶ uyarınca yatırım komitesi üyelerinin gerçekleştirdikleri faaliyetlerden kaynaklı hukuki sorumlulukları bulunmaktadır. Her ne kadar öğretilerde platform yatırım komitesinin yönetim kurulundan bağımsız çalışmaması ve yönetim kurulunun yatırım komitesinin sahip olduğu yetkilere sahip olması neticesinde yatırım komitesine yetki devri yapılmadığı ve dolayısıyla yatırım komitesinin TTK m. 366/2 kapsamında bir komite olduğu²¹⁷ ifade edilmekteyse de yatırım komitesinin verdiği kararların niteliği ve bu kararlar kapsamında tâbi olduğu sorumluluk rejimi²¹⁸ dolayısıyla yatırım komitesinin TTK m.366/2 anlamında bir komite olmadığı²¹⁹ ve sui generis bir organizasyon olduğu söylenebilecektir²²⁰.

Kitle fonlaması platformu internet üzerinden faaliyet gösteren bir portal olduğu için, bu platformlar bakımından çok ciddi siber güvenlik ve bilgi güvenliği riskleri bulunmaktadır²²¹. Kitle Fonlaması Tebliği, operasyonel bu gereklilikler bakımından dar yetkili aracı kurumlar için öngörülen bilgi sistemleri alt yapısını referans almış ve

Cilt: 1 Temel Kavram Ve İlkeler. Ankara: Kuruluş, Yönetim Kurulu. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, s. 478-479. (Anonim Şirketler I).

²¹⁴ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat. age., s. 479.; Kaya, M. İ. (2014). “Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Denetim ve Gözetim Görevi”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 16, 3261-3286. Prof. Dr. Hakan Pekcanitez’e Armağan. s. 3264-3265. (Denetim ve Gözetim).

²¹⁵ Kitle fonlaması işlemlerine ilişkin hazırlanan bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişiler bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.

²¹⁶ Kitle Fonlaması Tebliği m28/(1) Bu Tebliğde platformlar için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden platformun yönetim kurulu üyeleri, yatırım komitesi için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden yatırım komitesi üyeleri ile platformun yönetim kurulu üyeleri, fonlanan şirketler için öngörülen yükümlülüklerin yerine getirilmesinden ise fonlanan şirketin yönetim kurulu üyeleri sorumludur.

(2) Bilgi formunu imzalayan gerçek ve tüzel kişiler bilgi formunda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan müteselsilen sorumludur.

²¹⁷ Küçükgüngör, Kitle Fonlaması, 224.

²¹⁸ Yatırım komitesinin tâbi olduğu sorumluluk rejimi hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: Eminoğlu, C., Meral, N. (2022). “Kitle Fonlaması Platformu Yatırım Komitesinin Hukuki Niteliği ve Üyelerin Bilgi Formundan Sorumluluğu” iç *Zühtü Aytac’a Armağan* . İstanbul: On İki Levha Yayıncılık , 2022, ss. 689-713.; Pehlivanoglu, M. C. (2020). “Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu”. *İzmir Barosu Dergisi*, 85(2), 199-233.

²¹⁹ Aynı yönde Eminoğlu/Meral, agm, s. 698.

²²⁰ Ural, age, s. 118-119.

²²¹ Kaya/Gözübüyük, Kitle Fonlaması, s. 1094.

platformların bu altyapıya sahip olmaları gerektiğini düzenlemiştir. Dar yetkili aracı kurumlar ise genel olarak Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği'ne (VII-128.9) uyulması zorunludur²²². Bununla birlikte, borsalar, portföy saklayıcı kuruluşlar veya sermaye piyasası kurumlarından farklı olarak dar yetkili aracı kurumları Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği'nin (VII-128.9) bir kısım maddelerinden muaf tutulmuştur. Örneğin, bu kuruluşların belirli periyotlarla bilgi güvenliği sistemlerine ilişkin bir sızma testi yaptırma zorunluluğu bulunmaktayken dar yetkili aracı kuruluşlar ve dolayısıyla kitle fonlaması platformları bakımından böyle bir zorunluluk bulunmamaktadır. Kitle fonlaması platformları bilgi sistemleri alt yapısının hem girişimciler hem de yatırımcılar açısından sahip olduğu önem karşısında, bu sistemler bakımından daha esnek ve az denetimin olduğu bir bilgi sistemleri altyapısının referans alınmış olmasının isabetli olmadığı ve bu platformlarına da diğer sermaye piyasası kuruluşları gibi Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği'nin (VII-128.9) bütün maddelerinin uygulanması gerektiği kanaatindeyiz.

Yukarıda genel bir çerçevesi çizilmeye çalışılan kitle fonlaması platformları, tüm kitle fonlaması sistemi bakımından en önemli unsur konumundadır. Bu çerçevede platformların faaliyetleri ve operasyonları bakımından önemli sınırlamalar getirilmiştir. Yukarıda açıklandığı üzere, kitle fonlaması platformlarının kitle fonlaması faaliyetleri²²³ dışında faaliyette bulunması mümkün değildir. Kitle Fonlaması Tebliği, platformların gerçekleştiremeyeceği faaliyetleri de düzenleme ihtiyacı duymuştur. Buna göre; paya dayalı kitle fonlaması platformlarının kredi veya ödünç para verme işlemlerine aracılık etmesi ve pay dışında herhangi bir sermaye piyasası karşılığında kitle fonlaması faaliyeti yürütmesi, gayrimenkul ve gayrimenkule dayalı haklarla ilgili proje geliştirmesi, yurtdışında yerleşik kişiler için Türkiye'den fon toplaması; yatırımcılara yönelik yatırım tavsiyesi niteliğindeki faaliyetlerde bulunması, kitle fonlama kampanyaları kapsamı hariç olmak üzere kampanyası yapılan şirketlere ait ürün ve hizmetlerin reklamını yapması mümkün değildir²²⁴. Bütün bunlara ilave olarak, kitle fonlaması platformlarının kendilerinin

²²² 5 Ocak 2018 Tarihli ve 30292 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmış olan Bilgi Sistemleri Yönetimi Tebliği (VII-128.9)

²²³ Kitle Fonlaması Platformlarının girişim şirketlerine verecekleri danışmanlık hizmetleri de kitle fonlaması faaliyeti olarak kabul edilmektedir. Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/1.

²²⁴ Kitle Fonlaması Tebliği m. 12.

fonlanmasına yönelik kampanya yürütmesi mümkün olmadığı gibi ortaklarının, yönetim kurulu üyelerinin ve bunların hisismlarının projelerine yönelik kampanyalar bakımında da ciddi sınırlamalar söz konusudur²²⁵.

6. Kitle fonlaması sisteminin işleyişi

Paya dayalı kitle fonlaması kampanyası, bir girişimcinin veya girişim şirketinin pay karşılığında fon toplamak maksadıyla kitle fonlaması platformuna kaydolması ile başlar. Girişimci, kampanya başlatabilmek için kendisi ve girişimiyle ilgili bilgileri platforma iletir. Bu bilgiler hem kampanya sürecinin doğru yürütmesi hem de dolandırıcılık, kara paranın aklanması mevzuatı bakımından önem arz etmektedir. Girişimci tarafından sağlanan bilgiler, platformun yatırım komitesi tarafından incelenir ve uygun bulunması durumunda platform sayfasında yayınlanır.

Kampanyanın başlaması ile birlikte yatırımcılar ilgili girişim şirketine yatırım yapmak maksadıyla para yatırmaya başlar. Burada karşımıza emanet yetkilisi çıkar. Emanet yetkilisi, kampanya kapsamında toplanan fonları kampanya süresi sonuna kadar bloke eder, kampanyanın başarılı olması durumunda fonları şirkete aktarır veya kampanyanın başarısız olması durumunda fonları yatırımcılara iade eder.

En fazla 60 gün olabilecek kampanya süresi, yatırım komitesi tarafından onaylanmış olan bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlanması ile başlar²²⁶. Yatırımcılar tarafından platforma iletilen fon toplama talepleri anlık olarak MKK'ya ve emanet yetkisine iletilir²²⁷.

Girişimcinin henüz bir şirket kurmamış olduğu durumlarda, eğer kampanya başarıya ulaşmışsa, kampanyanın bitiminden itibaren 90 gün içerisinde bir anonim şirket kurulması gerekmektedir. Şirketin kurulması ile birlikte emanet yetkilisinde tutulan fon yine emanet yetkilisinde tutulan ve şirket adına blokelenen hesapta tutulur. Söz konusu şirketin kuruluş tarihinden itibaren 30 gün içerisinde de toplanan fon kadar sermaye artırılması yapılması gerekir²²⁸. Girişimcinin bir limited şirket olması durumunda ise yukarıda açıklanmış olan 90 günlük süre limited şirketin

²²⁵ Kitle Fonlaması Tebliği m. 12.

²²⁶ Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/2.

²²⁷ Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/3

²²⁸ Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7.

anonim şirkete dönüşmesi için geçerlidir²²⁹. Kampanyaya başvuran bir anonim şirket ise kampanyanın sona ermesinden itibaren 30 gün içerisinde sermaye artırımını yapılması gerekir²³⁰.

Sermaye artırımını işlemlerinin neticelenmesi ile birlikte, yatırımcıların yatırdıkları fon miktarları ve bu fon karşılığında elde edecekleri pay miktarı MKK'ya bildirilir ve MKK tarafından kayden tutulan paylar yatırımcıların hesaplarına aktarılır.²³¹ Kampanyanın başarısız olması durumunda, emanet yetkilisi nezdinde bloke edilen tutarlar varsa nemaları ile birlikte yatırımcılara iade edilir²³².

7. Kitle fonlaması sistemi hakkında değerlendirme

Kitle fonlaması, girişimciliğin finansmanı bakımından en çok konuşulan yöntemlerden biri haline gelmiştir. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finans krizi sonrasında, girişimcilerin geleneksel finansman yöntemlerine erişimde yaşadıkları sorunlar kitle fonlaması yönteminin popülerliğini artırmıştır²³³. Bugün dünyanın her yerinde, finans, muhasebe, hukuk gibi çeşitli alanlarda kitle fonlaması ile ilgili tezler ve kitaplar yazılmaktadır. Sadece 2019 ile 2024 yılları arasında Türk üniversitelerinde kitle fonlaması ile ilgili olarak 9 doktora, 19 yüksek lisans olmak üzere 28 adet tez çalışması yapılmıştır²³⁴. Dünya'nın geri kalanında da Türkiye'dekine benzer şekilde kitle fonlamasına çok ciddi bir ilginin bulunduğunu söylemek mümkün görünüyor.

Kitle fonlaması ile ilgili bu heyecanın, reel bir yatırım iştahının sonucu mu yoksa konunun ilgi çekici olmasından mı kaynaklandığının cevabı zaman içerisinde anlaşılacaktır. Bugün için özellikle Türkiye'de kitle fonlaması sisteminin emekleme aşamasında olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Mevcut istatistikler kitle fonlaması ile ilgili önemli bilgiler vermektedir. Statista tarafından sağlanan verilere göre 2021 yılında küresel kitle fonlaması pazarı

²²⁹ Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7(b)-2.

²³⁰ Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7(b)-1.

²³¹ Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7(ç).

²³² Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/8-9.

²³³ Onur, M.N., Değirmenci, Ö. (2015). "Crowdfunding-Kitle Fonlaması" T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları, S. 2015/7, ss. 1-18; Best, J., Lambkin, A., Neiss, S., Raymond, S., and Swart, R. (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. InfoDev. Washington DC. s. 8.

²³⁴ <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezSorguSonucYeni.jsp#top2> (e.t.01.01.2024)

13,64 milyar ABD doları iken bu pazarın 2028 itibariyle 28,92 milyar dolar olması beklenmektedir²³⁵. Aynı kuruma göre, 2020 yılı içerisinde bütün kitle fonlaması modelleri ile toplanan fonun büyüklüğü 110 milyar ABD dolarını geçmiştir²³⁶. Dünyadaki kitle fonlaması faaliyetlerinin büyük çoğunluğu ABD, Birleşik Krallık ve Çin’de gerçekleşmektedir²³⁷.

Yukarıda açıklandığı üzere Türkiye’de kitle fonlaması ile yatırım yapılması ancak 2017’de yapılan kanun değişikliği ve 2019’da çıkarılan tebliğ ile birlikte mümkün olmuştur. Bununla beraber, kitle fonlamasının Türkiye’de büyük ilgi çektiğini ve uygulamaya başlamasının üzerinden çok kısa süre geçmiş olmasına rağmen kayda değer bir başarı elde ettiğini söyleyebiliriz. Türkiye’deki kitle fonlaması yatırımları bakımından yayımlanmış resmi bir istatistik bulunmuyor. Bununla birlikte, 2022 yılı içerisinde 60 girişimci için 250 milyon TL’nin üzerinde fon toplandığı bilinmektedir²³⁸. 2023 yılı içerisinde ise 59 kitle fonlaması kampanyası ile 20,6 milyon dolar sermaye toplanmıştır²³⁹. Şubat 2024 itibariyle, SPK tarafından listeye alınan ve tamamı paya dayalı kitle fonlaması faaliyeti gösteren 16 platform bulunmaktadır²⁴⁰. Bunlar dışında, mevzuatta yapılan değişiklik

²³⁵ Statista (2022). “Statista, Market size of crowdfunding worldwide in 2021 with a forecast for 2028.” <https://www.statista.com/statistics/1078273/global-crowdfunding-market-size/> (e. t. 11.01.2023).

²³⁶ Statista (2021). “Statista, Volume of funds raised through crowdfunding worldwide in 2020, by model category.” <https://www.statista.com/statistics/946668/global-crowdfunding-volume-worldwide-bytype/#:~:text=Crowdfunding%20volume%20worldwide%202020%2C%20by%20model%20category&text=In%202020%2C%20the%20volume%20of,through%20equity%2Dbased%20crowdfunding%20globally.> (e. t. 11.01.2023).

²³⁷ P2P Market Data (2023). “Crowdfunding Statistics Worldwide: Market Development & Volumes.” <https://p2pmarketdata.com/articles/crowdfunding-statistics-worldwide/> (e. t. 11.01.2023).

²³⁸ “Milliyet Gazetesi: Kitle Fonlamasına Yatırımcı Akın Etti.” <https://www.milliyet.com.tr/ekonomi/kitle-fonlamasına-yatirimci-akin-etti-6876025> (e. t. 11.01.2023); “Ekonomim: Yatırımcılar Kitleysel Fonlamayı Sevdi.” <https://www.ekonomim.com/ekonomi/yatirimcilar-kitleysel-fonlamayi-sevdi-haberi-677111> (e. t. 11.01.2023).

²³⁹ Startup Watch (2024). Turkish Startup Ecosystem. 2023 Year In Review, v. 1.4. s. 3 <https://startups.watch/reports> (e.t. 13 Şubat 2024).

²⁴⁰ Bu platformlar: Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Global Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Dijital Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Fongogo Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Girişim Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Basefunder Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Global Menkul Değerler A.Ş., Ecofolio Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Nar Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Startupfon Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Forte Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Mag Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Birikim Kitle Fonlama Platformu A.Ş., Dinamik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. şeklindedir.

öncesinde kurulmuş olan ve finansal olmayan modellerde faaliyet gösteren kitle fonlaması platformları da bulunmaktadır²⁴¹.

Hem Dünya'daki hem de Türkiye'deki gelişmeler, kitle fonlamasının giderek artan bir dikkat çektiğini ve istikrarlı bir şekilde büyüdüğünü açık bir biçimde göstermektedir²⁴². Kitlesele fonlamayı, inovasyonun fonlanması bakımından istisnai kılan hususlardan en önemlisi kitle fonlamasının girişimciliği ve girişimciliğe yapılan yatırımı demokratikleştirme amacına sahip olmasıdır²⁴³.

İnovasyon gerçekleştirebilmek için önemli ölçüde sermayeye ihtiyaç bulunmaktadır. Girişimciliğin finansmanı için uygulanan ve bu çalışmada incelenen yöntemler dikkate alındığında, bunların genellikle belirli grupların ve kurumların inisiyatifinde olduğu görülmektedir. Örneğin, girişim sermayesi fonlarının veya melek yatırımcıların yapacağı yatırımlarda bu kurumların tercihleri, yaklaşımları, ön yargıları ve talepleri belirleyici olmaktadır. Bu bağlamda kitle fonlaması diğer finansman yöntemlerinden farklı olarak inovasyonun ve girişimciliğin desteklenmesi bakımından daha farklı, erişilebilir ve demokratik bir yol açmıştır²⁴⁴. Burada en önemli hususlardan biri, yatırım kararını girişim sermayesindeki veya melek yatırımcıdaki gibi uzmanların değil birçok farklı kesimden insanın birleşmesinden oluşan bir 'kitle'nin alıyor olmasıdır. Bu yönüyle kitle fonlaması, girişimciliğin diğer finansman yöntemlerinden oldukça ayrılmaktadır.

Bu noktada dikkat çekilmesi gereken bir diğer konu ise, kitle fonlamasının girişimciliği ve yatırım yapılmasını herhangi bir ön yargı olmaksızın tabana yayma amacıdır. Girişim sermayesi ve melek yatırım ağları gibi finansman yöntemlerinde girişim sermayesi fonlarının veya melek yatırımcıların coğrafi olarak belirli merkezlerde toplandıkları bilinmektedir²⁴⁵. Gerçekten, Dünyanın en önemli ve en büyük girişim sermayesi fonları ABD'de toplanmışken, Türkiye'de bu fonlar

²⁴¹ Zholdyuly, A. (2022). "Türkiye Kitle Fonlaması Platformlarının Analizi." *Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(1), 72-84.

²⁴² Sırma, İ., Saldanlı, A. (2018). "Kitlesele Fonlama ve Türkiye Uygulamalarının Etkinliği". iç *Sosyal Bilimler Yönetim ve Çevre. Akademisyen Yayınevi Bilimsel Araştırmalar Kitabı*. s. 59-67.

²⁴³ Mollick, E., & Robb, A. (2016). "Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding." *University of California, Berkeley, California Management Review*, 58(2), 72-87.; Ocaklı, 51.

²⁴⁴ Mollick/Robb, agm, s. 72-87.

²⁴⁵ Mollick/Robb, agm, s. 77.

İstanbul’da toplanmıştır. Bu durum, özellikle ABD dışındaki girişimcilerin bu büyük ve güçlü fon yapısından faydalanmasını son derece zorlaştırmaktadır. Girişim sermayesi fonları, kendi ülkeleri veya şehirleri dışındaki bir girişimi destekleseler dahi çoğunlukla bu girişimin kendilerinin de kurulu olduğu bölgeye taşınmasını istemekte ve hatta bunu bir zorunluluk olarak şart koşturmaktadır. Bu durum da coğrafi olarak dezavantajlı bölgelerin ve ülkelerin sahip olduğu dezavantajı büyütmede ve girişimcilik bakımından bölgeler veya ülkeler arası eşitsizliği artırmaktadır. Kitle fonlaması bu bakımdan da farklı bir alan açmış ve girişim şirketleri bakımından coğrafi kısıtlamalar anlamını yitirmiştir.

Girişimciliğin ve inovasyonun kitle fonlaması sistemi tarafından demokratikleştirilmesi meselesinde cinsiyet ayrımcılığı, gizli ya da açık ırkçılık gibi hususları da değerlendirmek gerekir. Bu alanda yapılan çalışmalar, girişim sermayesi ve melek yatırımcı ağlarında batılı ve erkek egemen bir yapı olduğunu ortaya koymaktadır. Örneğin, 2014 yılında yapılan bir çalışma girişim sermayesi fonları tarafından desteklenen girişim şirketlerinin %97’sinin erkek olduğunu ve girişim sermayesi fonları tarafından sağlanan fonların yalnızca %3’ünün kadın CEO’su olan girişim şirketlerine yapıldığını göstermektedir²⁴⁶. Ayrıca, 2017 yılında yapılan bir çalışmada girişim sermayesi profesyonellerinin erkek ve kadın girişimcilere farklı sorular sorduklarını ve bu sorulara verilen cevapların yatırım kararı ve yatırım miktarı üzerinde etkili olduğunu göstermektedir²⁴⁷. Girişim sermayesi yatırımları bakımından benzer bir ayrım, girişimcilerin ırk ve milliyet farklılıklarında da kendisini göstermektedir. Bu alanda gerçekleştirilen çalışmalar, toplam girişim sermayesi fonunun sadece %1’inin siyahi girişimcilere gittiğini göstermektedir²⁴⁸. Yapılan çalışmalar, ırkçılık dolayısıyla ABD’de 1 milyonun üzerindeki işletmenin kurulamadığını göstermektedir²⁴⁹.

²⁴⁶ Brush, C. G., Greene, P. G., Balachandra, L., & Davis, A. E. (2014). “Diana Report. Women Entrepreneurs 2014: Bridging The Gender Gap in Venture Capital.” *Arthur M. Blank Center for Entrepreneurship*, Babson College.

²⁴⁷ Kanze, D., Huang, L., Conley, M. A., & Higgins, E. T. (2017). “Male and Female Entrepreneurs Get Asked Different Questions by VCs—And It Affects How Much Funding They Get.” *Harvard Business Review*, s. 27.

²⁴⁸“Venture Capital Journal. Are VCs racist ? Explaining the Capital Gap.” <https://www.venturecapitaljournal.com/are-vcs-racist-explaining-the-capital-gap/> (e. t. 10.10.2022).

²⁴⁹ Austin, A. (2016). “The Color of Entrepreneurship: Why the Racial Gap Among Firms Costs the US Billions.” *Retrieved from Center for Global Policy Solutions*,

Girişimciliğin finansmanı bakımından geleneksel hale gelmiş yöntemlerin göstermiş oldukları bu risklerin kitleler tarafından karar verilen ve belirli kişilerin ön yargılarının saf dışı bırakılabildiği kitle fonlaması sistemi tarafından en aza indirilebileceğini söylemek yanlış olmayacaktır. Kitle fonlaması hem yatırım yapmayı hem de yatırım almayı dezavantajlı gruplara yayarak yatırım süreçlerini demokratikleştirmektedir. Bu yönüyle, kitle fonlaması, girişimciliğin finansmanını ve yatırım yapılmasını kitlelere yayarak demokratikleştirmesi dolayısıyla çok önemli ve istisnai bir nitelik taşımaktadır.

Kitle fonlamasının girişimci açısından dikkate değer diğer faydaları bulunmaktadır. Yapılan çalışmalar, kitle fonlaması platformlarında gerçekleştirilen kampanyaların girişim şirketlerinin müşteri kitlesi oluşturmaları, pazarı tanınması ve bilinirliğini geliştirmesi bakımından büyük faydalar sağladığını göstermektedir²⁵⁰. Ayrıca, kitle fonlaması platformunda kampanyaya çıkan girişimci, pazara sunduğu ürünün veya hizmetin potansiyel müşteriler tarafından nasıl değerlendirildiğine ilişkin ciddi bir bilgi sahibi olmakta²⁵¹ ve böylelikle piyasayı test ederek ürün veya hizmeti hakkında bir talep ölçümü gerçekleştirebilmektedir²⁵².

Kitle fonlamasının değinilmesi gereken özelliklerinden bir tanesi ise girişimcinin sermaye karşılığında girişim şirketi ile ilgili yönetim yetkisinden feragat etmesini gerektirmemesidir²⁵³. Bu tezin üçüncü kısmında detaylı olarak incelendiği üzere, girişim finansmanında en büyük maliyetlerinden biri girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasıdır. Bu açıdan, kitle fonlaması diğer finansman yöntemlerine göre daha avantajlı olarak nitelendirilebilecektir.

<https://www.google.com/search?q=https%3A%2F%2Fcommunitywealth.+org%2Fsites%2Fclone.+community-wealth.+org%2Ffiles%2Fdownloads%2Freportaustin.+pdf.&oq=https%3A%2F%2Fcommunity-wealth.+org%2Fsites%2Fclone.+communitywealth.+org%2Ffiles%2Fdownloads%2Freportaustin.+pdf.&aqs=chrome..69i57j69i58.320j0j7&sourceid=chrome&ie=UTF-8>

²⁵⁰ Mollick/Robb, agm, s. 85-86.

²⁵¹ Gerber, E. M., Hui, J. S., & Kuo, P. Y. (2012). Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. In *Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics*, 2(11), 1-10.

²⁵² Onur/Değirmenci, agm, s. 5.6.

²⁵³ Sakızlı, E. (2018). *Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlese Fonlama*. İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı Yayını. s. 18.

Kitle fonlamanın bütün bu faydaları yanında yönetilmesi gereken ve tehlike yaratabilecek riskleri de mevcuttur²⁵⁴. Öncelikli olarak, yatırımcılar açısından ortaya çıkabilecek en büyük risk, yapılan yatırımın geri dönmemesi, yani girişim şirketinin başarısız olmasına ilişkin risktir. Bununla birlikte, başarısızlık riskinin diğer yatırım türlerinden veya girişimciliğin finansmanına ilişkin diğer türlerden büyük bir farkı bulunmamaktadır. Girişimciliğin finansmanı, erken aşama girişimlere yapılan yatırımlar dolayısıyla, doğası gereği, yüksek risk ihtiva eden bir finansman yöntemidir.

Kitle fonlamasını ihtiva ettiği riskler bakımından diğer finansman yöntemlerinden ayıran temel husus, bu yöntemin dolandırıcılık ve kara paranın aklanması gibi yasa dışı faaliyetler bakımından kullanılabilir olmasıdır. Kitle fonlamasında dolandırıcılık, gerçek olmayan kitle fonlaması platformlarının veya gerçekte herhangi bir girişimi olmayan kişilerin para toplaması yoluyla ortaya çıkabilecektir²⁵⁵. Kara para aklanması da kitle fonlaması platformlarının ve bu platformlar vasıtasıyla başlatılan kampanyaların, gerçek dışı bir şekilde, suçtan elde edilen gelirlerin sisteme sokulması şeklinde gerçekleşebilecektir. Kitle fonlaması kampanyalarında kullanılan elektronik ödeme sistemleri, kara para aklama riskini önemli ölçüde azaltmaktadır²⁵⁶. Bütün bu risklere rağmen, kitle fonlaması alanında gerçekleştirilecek etkili regülasyon ve denetimin bu riskleri önemli ölçüde azaltacağı kanaatindeyiz.

Bütün bu hususları her beraber değerlendirdiğimizde, kitle fonlamanın girişimciliği, yatırım faaliyetlerini ve dolayısıyla ülkedeki ekonomik unsurları dönüştürebilme potansiyeli olan, girişimciliğin demokratikleşmesini sağlayan ve yatırımı tabana yayan devrim niteliğinde bir finansman yöntemi olduğunu söylemek mümkündür.

Ç. Kamu/Üniversite Teşvikleri ve Kuluçka Merkezleri

Girişimciliğin makro ekonomi üzerindeki pozitif etkisi dikkate alınarak girişimcilik kamu ve üniversiteler tarafından da desteklenmektedir. Girişimciliğin

²⁵⁴ Ocaklı, 51-66.

²⁵⁵ Best/Lambkin/Neiss/Raymond/Swart, age, s. 45.

²⁵⁶ Onur/Değirmenci, agm, s. 13.

finansmanı bakımından kamu ve üniversiteler tarafından sağlanan destekleri temel olarak teknoloji geliştirme bölgeleri, kuluçka merkezleri ve kamu teşvikleri olarak üçe ayırmak mümkündür. Çalışmamızda konunun vergi ve muhasebe detaylarına girmeden bu konular açıklanacaktır.

1. Teknoloji geliştirme bölgeleri

Girişimciliğin finansmanı bakımından dünyanın her yerinde faaliyet gösteren ve bu konuda başarıya ulaşmış olan yöntemlerden biri de teknoloji geliştirme bölgeleri ve kuluçka merkezleridir. Bu merkezleri doğrudan bir finansman yöntemi olarak değerlendirmek her zaman mümkün olmayabilir. Bu merkezler daha çok girişimcilere bir kısım destekler sağlamak, rehberlik yapmak, yol göstermek ve girişimcilerin birbirlerine olan pozitif katkılarından faydalandırmak suretiyle girişimcileri desteklemektedir.

Teknokentler, girişimciliği desteklemek kadar bölgesel ve ulusal ekonomik kalkınma, teknoloji transferi, teknoloji geliştirme, iş yaratma gibi birçok mikro ve makro amaca hizmet etmektedir²⁵⁷. Girişimcilik açısından ise teknokentler, girişimciler için çatı, girişimcilik için ise katalizör etkisi göstermektedir²⁵⁸. Girişimciler, teknokentler sayesinde bir network oluşturma ve ihtiyaç duydukları bir kısım danışmanlık veya hizmetleri bu network üzerinden alma imkânına kavuşmaktadır²⁵⁹.

Teknokentler veya 4691 Sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu'na göre teknoloji geliştirme bölgeleri²⁶⁰, özellikle ileri teknoloji alanında faaliyet gösteren şirketlerin bir üniversite, teknoloji enstitüsü, ar-ge merkezinin de olanaklarından

²⁵⁷ Gupta, O., Roos, G. (2001). *Business Incubators and Science Parks—A Discussion Paper Reviewing Key Success Factors for Incubation Schemes*. AECC, Launceston, s. 21.

²⁵⁸ Gupta/Roos, agm, s. 21-22.

²⁵⁹ Doğan, M. E. (2020). *Teknokentler ve Girişimcilik İlişkisi Üzerine Bibliyometrik Analiz Çalışması*. Bursa Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Bilim Dalı. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s. 41.

²⁶⁰ 4691 Sayılı Kanun'un 3/b maddesine göre teknoloji geliştirme bölgesi; yüksek/ileri teknoloji kullanan ya da yeni teknolojilere yönelik firmaların, belirli bir üniversite veya yüksek teknoloji enstitüsü ya da AR-GE merkez veya enstitüsünün olanaklarından yararlanarak teknoloji veya yazılım ürettikleri/geliştirdikleri, teknolojik bir buluşu ticari bir ürün, yöntem veya hizmet haline dönüştürmek için faaliyet gösterdikleri ve bu yolla bölgenin kalkınmasına katkıda bulundukları, aynı üniversite, yüksek teknoloji enstitüsü ya da AR-GE merkez veya enstitüsü alanı içinde veya yakınında; akademik, ekonomik ve sosyal yapının bütünleştiği siteyi veya bu özelliklere sahip teknoparkı ifade etmektedir.

faydalanmak suretiyle bir araya geldiği bölgeleri ifade etmektedir. Türkçe’de teknopark²⁶¹, teknokent²⁶² veya teknoloji geliştirme bölgesi²⁶³ gibi kavramlarla ifade edilmektedir. Türkçe’de kullanılan bu kavramlara ilaveten küresel olarak da *innovation center* (inovasyon merkezi), *research park* (araştırma merkezi), *science and technology park* (bilim ve teknoloji merkezi), *technopolis*, *technology development zone*, *technology park*, *technopole* gibi birçok kavram kullanılmaktadır²⁶⁴.

Bu kavramların fonksiyonları ve kullanımları arasında ülkeden ülkeye veya bölgeden bölgeye değişen önemli farklar bulunmaktadır²⁶⁵. Bu sebeple teknokentlerin uluslararası bir tanımından bahsetmek mümkün değildir. Teknokentlerin ekonomik ve hukuki fonksiyonlarından yola çıkarak yapılan çeşitli tanımlar bulunmaktadır. Örneğin, ABD merkezli bir sivil toplum kuruluşu olan International Association of Science Parks and Areas of Innovation (Uluslararası Bilim Parkları ve İnovasyon Alanları Birliği) tarafından yapılan tanıma göre teknokent, alanında uzman profesyoneller tarafından yönetilen ve inovasyon kültürünü ve rekabet gücünü teşvik ederek toplumunun refahını artırmayı hedefleyen kuruluşları ifade etmektedir²⁶⁶. UNESCO tarafından yapılan daha yalın bir tanıma göre ise teknopark, herhangi bir türdeki yüksek teknoloji kümelenmesini ifade etmektedir²⁶⁷.

²⁶¹ Örneğin T.C. Cumhurbaşkanlığı Savunma Sanayii Başkanlığı ile İstanbul Ticaret Odasının çoğunluk ortağı olduğu İstanbul Teknopark kavram olarak teknoparkı kullanmaktadır. <https://www.teknoparkistanbul.com.tr/teknopark-istanbul> (e. t. 01.11.2022).

²⁶² Orta Doğu Teknik Üniversitesi bünyesinde kurulmuş olan ODTÜ Teknokent, teknokent kavramını kullanmaktadır. <http://odtuteknokent.com.tr/tr/> (e. t. 01.11.2022).

²⁶³ Türkiye’de kurulmuş olan teknokentlerin çatı kuruluşu niteliğindeki Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Derneği, teknoloji geliştirme bölgesi kavramını kullanmaktadır. <https://www.tgbd.org.tr/biz-kimiz-icerik-13> (e. t. 01.11.2022).

²⁶⁴ Dahlstrand, A., & Smith, H. (2002). “Science Parks and Economic Development, Globalization of Technology” *Encyclopedia of Life Support Systems (EOLSS)*, 1(5).; UN ESCAP. (2019). *Establishing Science and Technology Parks: A Reference Guidebook for Policymakers in Asia and the Pacific*, s. 14. <https://repository.unescap.org/handle/20.500.12870/114> (e.t. 01.10.2022)

²⁶⁵ UN ESCAP, age, s. 14.

²⁶⁶ International Association of Science Parks and Areas of Innovation (2018). “Tanımlar.” <https://www.iasp.ws/our-industry/definitions>. (e. t. 02.11.2022).

²⁶⁷ UNESCO. (2018a). “Science and Technology Park Governance: Concept and Definition.” Paris: United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization. <http://www.unesco.org/new/en/natural-sciences/science-technology/university-industry-partnerships/science-and-technology-park-governance/concept-and-definition/> (e. t. 02.11.2022).

Bu durumda, teknokentlerin en önemli fonksiyonu veya unsuru olarak karşımıza bir bölge ve yapılar ortaya çıkmaktadır. İçerisinde çeşitli binaların olduğu bir arazinin olması ve bu binalarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin bulunması fonksiyonel açıdan en önemli unsurlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Buna ilave olarak profesyonel bir yönetim tarafından yönetiliyor olması teknokentlerin önemli unsurlarından biridir. En önemli unsur olarak ise girişimciliğin, inovasyonun ve ar-ge faaliyetlerinin desteklenmesini sayabiliriz²⁶⁸. Gerçekten, bir teknokenti, bir bina yığını olmaktan çıkaran şey teknokent tarafından girişimciliğin, ar-ge faaliyetlerinin ve yenilikçiliğin desteklenmesidir. Burada teknokent yönetimi haricinde, yüksek öğretim kurumlarının, özel sektörün ve devletin de desteklediği bir ekosistemden bahsedilmektedir²⁶⁹.

Teknokentlerin yukarıda sayılmış olan işlevlerine ilave olarak, kamu tarafından bu bölgelerde faaliyet gösteren şirketlere ve girişimcilere önemli teşvikler ve destekler sağlanmaktadır. Örneğin, ülkemizde yürürlükte olan teknokent mevzuatına²⁷⁰ göre teknokentte faaliyet gösteren şirketler ve girişimciler için; kurumlar vergisi istisnası, gelir vergisi istisnası, ücretlerde damga vergisi istisnası, sigorta prim desteği, KDV istisnası²⁷¹, gelir vergisi stopajı teşviki ve sigorta primi işveren payı desteği gibi önemli teşvikler ve destekler sağlanmaktadır. Teknokentte faaliyet gösteren şirketlere ve girişimcilere sağlanan bu destekleri dolaylı bir finansman olarak değerlendirmek mümkündür.

Yukarıda sayılmış olan unsurları barındıran teknokentlerin, ülkelerin kalkınması bakımından çok önemli oldukları bilinmektedir. Gelişmiş olarak nitelendirilen ülkeleri incelediğimizde, büyük çoğunluğunun gelişmesinde

²⁶⁸ UN ESCAP, age, s. 16.

²⁶⁹ Stephens, B., Butler, J. S., Garg, R., and Gibson, D. V. (2019). "Austin, Boston, Silicon Valley, and New York: Case Studies In The Location Choices of Entrepreneurs In Maintaining the Technopolis." *Technological Forecasting and Social Change*, 146, 267-280.

²⁷⁰ Teknokent mevzuatını temel olarak 4691 sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu, Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Uygulama Yönetmeliği, 5746 sayılı Araştırma, Geliştirme ve Tasarım Faaliyetlerinin Desteklenmesi Kanunu ve Araştırma, Geliştirme ve Tasarım Faaliyetlerinin Desteklenmesine İlişkin Uygulama ve Denetim Yönetmeliği şeklinde sayabiliriz.

²⁷¹ Katma Değer Vergisi Kanunu'nun geçici 20. maddesi.

teknokentlerin önemli bir rol üstlendiği görülmektedir. Çin²⁷², Japonya, Güney Kore veya İsrail gibi ülkeler bu duruma örnek olarak gösterilebilecektir²⁷³.

Teknokentler, ülkemizin kalkınması ve Türkiye’de girişimciliğin desteklenmesi açısından da büyük bir işleve sahiptir. Türkiye’de teknoparkların kurulmasına yönelik ilk planlamalar 1980’lerde gündeme gelmiş ve Beşinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ile somut olarak dokümente edilmiştir²⁷⁴. Ülkemizde teknokentlerin kuruluşu, faaliyetleri ve organizasyonlarına ilişkin ilk mevzuat çalışması 1996’da yayımlanmış ve 2001’de 4691 Sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu yürürlüğe girmiştir.

4691 Sayılı Kanun’un yürürlüğe girdiği 2011 yılından itibaren ülkemizde birçok teknokent kurulmuştur. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’nın verilerine göre 16’sı yapım aşamasında, 81’e faal olmak üzere Aralık 2022 itibariyle Türkiye’de 97 adet teknokent bulunmaktadır²⁷⁵. 2022 sonu itibariyle Türkiye’de kurulu bulunan ve faal olan 81 teknokentte yaklaşık 9 bin şirket faaliyet göstermekte ve yaklaşık 90.000 kişi bu şirketler tarafından istihdam edilmektedir.

2. Kuluçka merkezleri

a. Genel olarak

Kuluçka (*incubation*), Türkçe’de “*bilim ve teknolojide araştırma, geliştirme ve uygulama için hazırlık dönemi*”²⁷⁶ olarak kullanılan ve özellikle girişim şirketlerinin başlangıç aşamasını ifade eden bir terim olarak kullanılmaktadır.

Kuluçka merkezlerinin teknokentlerle birlikte ve hatta teknokent yapısının bir türü olarak değerlendirilmesi mümkündür²⁷⁷. Teknokentler ile ilgili ifade edilen ülkeden ülkeye değişen yapılar kuluçka merkezi için de geçerliliğini korumaktadır.

²⁷² Kong, Q., Li, R., Peng, D., & Wong, Z. (2021). “High-Technology Development Zones and Innovation in Knowledge-Intensive Service Firms: Evidence From Chinese A-Share Listed Firms.” *International Review of Financial Analysis*, 78, 101883, 1-11.

²⁷³ UN ESCAP, age. s. 23-25.

²⁷⁴ Varol, C., Sat, N. A., Ucer, A. G., & Yilmaz, G. (2009). “Ankara Technology Development Zones Within the Context of Innovation Strategies in Turkey.” *In Innovation Policies, Business Creation and Economic Development*, (s. 137-158). NY, s. 144.

²⁷⁵ T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı. <https://www.sanayi.gov.tr/istatistikler/istatistiki-bilgiler> (e. t. 1 Ocak 2023).

²⁷⁶ <https://sozluk.gov.tr/> (e. t. 11.11.2022).

²⁷⁷ Dahlstrand/Smith, agm, 3-4.

Kuluçka merkezi için birçok uluslararası kuruluş tarafından farklı tanımlar yapılmaktadır. Örneğın, Avrupa Komisyonu tarafından yapılan tanıma göre kuluçka merkezi, yeni kurulmuş olan şirketlerin büyüme ve hayatta kalma şanslarını artırmak için telefon, internet bilgisayar, yönetim desteği gibi hizmetlerin sağlandığı ve yeni kurulan şirketlerin sınırlı bir alanda yoğunlaştığı yerler olarak tanımlamaktadır²⁷⁸. ABD’de faaliyet gösteren bir sivil toplum kuruluşu olan *National Business Incubation Association* ise kuluçka merkezini sağladığı bir kısım destekler ve hizmetler ile girişim şirketlerinin büyümesini ve başarıya ulaşmasını sağlamak amacıyla tasarlanmış bir ekonomik kalkınma aracı olarak tanımlamaktadır²⁷⁹. Kapsayıcılığı itibariyle bizim de katıldığımız *Hackett* ve *Dilts* tarafından yapılan tanıma göre kuluçka merkezi ise, kiracılarına stratejik ve katma değerli destek ve gözetim sağlayan ortak ofislerdir²⁸⁰.

b. Kuluçka merkezlerinin işlevleri ve sağladığı menfaatler

Kuluçka merkezi açısından yapılan bütün tanımlar ve uluslararası düzeyde kuluçka merkezlerinin fonksiyonları değerlendirildiğinde, kuluçka merkezlerinin dört ortak unsurundan bahsetmek mümkün olacaktır. Bu dört unsur kısaca aşağıdaki şekilde özetlenebilecektir²⁸¹;

- Girişimcilere uygun koşullarda kiralanan ortak kullanımlı ofisler,
- Genel giderleri azaltmak maksadıyla bütün kiracılara sağlanan (muhasabe vb.) ortak destek hizmetleri,
- Profesyonel işletme desteği (mentorluk, koçluk)
- Hem kuluçka merkezi içerisinde hem de dışarısında diğer girişimcilerle, yatırımcılarla veya ilgili kişilerle bağlantı (network) sağlama imkânı.

²⁷⁸ United Nations, Economic Commission for Europe. (2000). “Best Practice in Business Incubation.” *ECE/Trade*, 253, 4-5.

²⁷⁹ Brush, C. G., De Bruin, A., Gatewood, E. J., and Henry, C. (Eds.). (2010). *Women Entrepreneurs and the Global Environment for Growth: A Research Perspective*. Edward Elgar Publishing, s. 269.

²⁸⁰ Hackett, S. M., and Dilts, D. M. (2004). “A Systematic Review of Business Incubation Research.” *The Journal of Technology Transfer*, 29(1), 55-82.

²⁸¹ Bergek, A., & Norrman, C. (2008). “Incubator Best Practice: A Framework”. *Technovation*, 28 (1-2), 20-28; Smilor, R. W., & Gill, M. D. (1986). *The New Business Incubator: Linking Talent, Technology, Capital, and Know-How*, Massachusetts: Lexington Books. s 1.

Bu unsurlar bir yapının kuluçka merkezi olarak isimlendirilebilmesi için olmazsa olmaz olarak değerlendirilebilir. Kuluçka merkezinin öncelikle girişimcilere ortak bir ofis/kullanım alanı sağlaması gerekmektedir. Girişimci faaliyetlerini, kuluçka merkezinin emsallerine göre daha uygun ücretlerle sağladığı kullanım alanlarında yürütür. Bu yönüyle, hukuki olarak girişimci ile kuluçka merkezi arasında bir kira ilişkisi doğar. Bununla birlikte, kira ilişkisinin kuluçka merkezinin en az önemli unsuru olduğunu da söylemek gerekir.

Kuluçka merkezinin en önemli ikinci unsuru ise sağlanan ortak destek hizmetleridir²⁸². Bu hizmetler arasında girişimciler için ilk başlarda ciddi maliyet yaratan bilgisayar ve internet sistemleri, muhasebe ve finans işlemleri, insan kaynaklarına ilişkin hizmetler, fotokopi, güvenlik, toplantı odası, mühendislik ekipmanları, laboratuvarlar gibi birçok hizmet yer alır²⁸³. Girişimciler açısından kuluçka merkezlerinin en önemli hizmetlerinden bir diğeri ise sağlanan mentorluk ve koçluk hizmetleridir. Koçluk hizmetlerinin kapsamına sadece işletme koçluğu değil teknik ve mühendislik mentorluk hizmetleri de girmektedir. Özellikle teknoloji girişimleri bakımından bu faydanın çok önemli olduğunu belirtmek gerekir. Son olarak, kuluçka merkezleri girişimcilere önemli bir network imkânı sağlarlar. Girişimciliğin sosyal bir olgu olduğu dikkate alındığında, girişimcilere sağlanan bu imknın girişim fikrinin başarısı için kritik bir imkân olduğu anlaşılmaktadır.

Kuluçka merkezlerinin de arkasında ekonomik ve sosyal olmak üzere birçok amaç bulunmaktadır. Kuluçka merkezleri; bölgesel ve ulusal kalkınma, teknoloji geliştirme, küçük şirketlerin ve KOBİ'lerin desteklenmesi, inovasyon ve inovasyonun ticarileştirilmesi, girişimciler için bir çatı oluşturulması, işgücü yaratma, ar-ge ve teknoloji transferi gibi birçok amaç tařımaktadır²⁸⁴.

Kuluçka merkezleri; girişimciler, devlet, niversite veya araştırma enstitüsü, özel sektör ve sivil toplum gibi birçok paydaşın katkısıyla ortaya çıkmaktadır. Kuluçka merkezinde yürütülen faaliyetler bu paydaşların her biri bakımından farklı nitelikte menfaatler meydana getirmektedir. Kuluçka merkezleri girişimciler

²⁸² Smilor/Gill, age., s. 1.

²⁸³ Fry, F. (1987). "The Role of Incubators in Small Business Planning." *American Journal of Small Business*, 12(1), 51-62.

²⁸⁴ Gupta/Roos, agm, 21; Smilor/Gill, agm, 11.

bakımından oturmuş bir kısım hizmetlerden faydalanma, başarı şansının ve kredibilitenin artırılması, verilen eğitimler yoluyla bir kısım yeteneklerin geliştirilmesi, merkezde olan diğer girişimcilerle ve şirketlerle bağlantılar kurulması²⁸⁵, bilgiye erişimin kolaylaştırılması, sermayeye erişimin kolaylaştırılması gibi birçok menfaat yaratmaktadır²⁸⁶. Devletler açısından istihdam, gelir ve vergi yaratılması, ulusal ve bölgesel kalkınmaya katkı sağlanması; üniversiteler veya araştırma enstitüleri için üniversite ile sanayi arasındaki ilişkinin kurulması ve geliştirilmesi; özel sektör için hem ar-ge'ye erişimin hem de yeni gelişen teknolojileri kullanımın kolaylaştırılması, özellikle yüksek teknoloji kullanan işletmeler bakımından tedarik zincirinin güçlendirilmesi; toplum için ise girişimcilik ekosisteminin güçlendirilmesi ve girişimciliğin özendirilmesi gibi menfaatler yaratır²⁸⁷.

Kuluçka merkezlerinin faaliyet süreçlerini potansiyel girişimciyi iş fikrini, iş modelini ve iş planını geliştirme konusunda destekleyen ön kuluçka (*pre-incubator*); girişimciyi başlangıçtan genişleme aşamasına kadar destekleyen ve finansmana erişim, mentorluk gibi hizmetleri içeren kuluçka (*incubator*); girişim şirketinin olgunlaşma sonrasında kuluçka merkezinden ayrılması, satışlarını artırması, süreçlerini iyileştirmesini destekleyen kuluçka sonrası olmak üzere üç faza ayırmak mümkündür²⁸⁸.

c. Kuluçka merkezlerine ilişkin yurt dışı uygulamaları

Dünyadaki gelişmiş birçok ülke, kuluçka merkezlerini uzun zamandır etkin bir şekilde kullanmaktadır. ABD, dünyadaki en çok ve en büyük kuluçka programlarına sahip ülke olarak öne çıkmaktadır²⁸⁹. ABD'de kurulmuş olan ilk kuluçka merkezinin 1959 yılına kadar gittiği²⁹⁰ ve bugün için ülkenin bütün eyaletlerinde binlerce

²⁸⁵ Smilor/Gill, age, s. 11.

²⁸⁶ Lalkaka, R. (2001). "Best Practices in Business Incubation: Lessons (yet to be) Learned." In *International Conference on Business Centers: Actors for Economic & Social Development*. Brussels, November, 14, 1-35.

²⁸⁷ Molnar, L. A., & Wiley, N. (Eds.). (1997). *Business Incubation Works*. NBIA Publications.; Lalkaka (2001), agm, s. 6.

²⁸⁸ Mathernova, K., and Le Bail, F. (2010). "The Smart Guide to Innovation Based Incubators (IBI)." *European Union Regional Policy*. 1-41. s. 19-24.

²⁸⁹ Lalkaka (2001), agm, s. 10.

²⁹⁰ Zehner, W., Trzmielak, D., Gwarda-Gruszczyńska, E., & Zehner, J. A. (2014). *Business Incubation in The USA*. International cases on innovation knowledge and technology transfer, s. 145-163.

kuluçka merkezinin faaliyette olduğu bilinmektedir²⁹¹. ABD’de kurulan kuluçka merkezleri dikkate değer bir ekonomik ve sosyal katma değer yaratmıştır ve yaratmaya devam etmektedir. 2011 yılında yapılan bir araştırmaya göre, ABD’de kurulan kuluçka merkezlerinin yaklaşık 49.000 girişim şirketine destek verdiği ve bu girişim şirketlerinin de yaklaşık 200.000 işçi istihdam ederek 15 milyar ABD doları ciro elde ettiği tahmin edilmektedir²⁹².

Kuluçka merkezleri bakımından iyi uygulama rneği olarak öne çıkacak bir diğer ülke ise Almanya’dır. Almanya çeşitli sebeplerle kuluçka merkezi ile ilgili faaliyetlerine daha geç başlamış olmasına rağmen, daha sonra bu konuda büyük bir ivme yakalamış ve önemli bir başarı elde etmiřtir²⁹³. Bugün için Almanya’da faaliyet gösteren yüzlerce kuluçka merkezi bulunmaktadır. Kuluçka merkezleri Almanya için bölgesel ve ulusal kalkınmanın kabul edilen bir aracı haline dnřmřtir²⁹⁴.

. Türkiye’de kuluçka merkezleri

Ülkemizde de kuluçka merkezleri 1980’lerden itibaren gündeme gelmeye bařlamıřtır²⁹⁵. Türkiye’de kuluçka merkezleri ve teknokentler ile ilgili olarak meydana gelen kavram kargaşasına kısaca değinmek gerekmektedir. Teknokent ile kuluçka merkezi birbirleri ile aynı işlevlere sahip olmamasına rağmen çoğu zaman birbirinin yerine kullanılmaktadır. Türkiye’de kurulan teknokentlerin bir kısmı bünyesinde ayrıca kuluçka merkez(ler)i de kurulmaktadır. Bununla beraber, bu başlık altında incelediğimiz üzere teknokentlerden bağımsız kuluçka merkezleri de bulunmaktadır.

Türkiye’de KOSGEB tarafından desteklenen²⁹⁶ Teknoloji Geliştirme Merkezleri (TEKMER) ve İş Geliştirme Merkezleri (İşGEM)²⁹⁷, teknoloji geliştirme

²⁹¹“International Business Innovation Association.” <https://inbia.org/wp-content/uploads/2018/08/NumberofECsimage.jpg?x62369> (e. t. 10 Aralık 2022).

²⁹² Zehner/Trzmielak/Gwarda-Gruszczyńska/Zehner, agm, s. 147.

²⁹³ Tsaplin, E., & Pozdeeva, Y. (2017). “International Strategies of Business Incubation: the USA, Germany and Russia.” *International Journal of Innovation*, 5(1), 32-45.

²⁹⁴ Gross, B. (1997). “Technology Centers and Business Incubators in Germany.” *OCDE/GD* (97), 202, s. 75-90.

²⁹⁵ Keleş, M. K. (2010). “Türkiye’deki Teknokentlerin Mevcut Durumun İncelenmesi.” *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (11), s. 1-22. s. 5.

²⁹⁶ 24/4/2005 tarihli ve 25795 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Kk ve Orta lekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) Destekleri Yönetmeliği ‘nde düzenlenmiş

bölgeleri bünyesinde kurulan kuluçka merkezleri ve özel sektör tarafından kurulan kuluçka merkezleri olmak üzere birbirinden farklı kuluçka merkezi yapıları bulunmaktadır.

Teknoloji Geliştirme Merkezleri ülkemizdeki kuluçka merkezlerinin ilk örneği olarak gösterilebilmektedir. KOSGEB tarafından desteklenen TEKMERler mutlaka bir teknoloji geliştirme bölgesi yönetici şirketi veya üniversite ile iş birliği içerisinde olmak koşuluyla vakıflar, dernekler ve kamu-özel tüzel kişiler tarafından kurulabilmektedir²⁹⁸. TEKMER destek programları kapsamında; donanım, makine, yazılım, danışmanlık, eğitim gibi çeşitli destekler sağlanmaktadır. 2022 sonu itibarıyla Türkiye’de aktif olarak faaliyet gösteren 17 adet TEKMER bulunmaktadır²⁹⁹.

İş Geliştirme Merkezleri (İŞGEM) ise 1997 yılından itibaren yerel kalkınma açısından bir araç olarak kullanılmaya çalışılan ve yine KOSGEB tarafından desteklenen kuluçka merkezlerini ifade etmektedir³⁰⁰.

KOSGEB tarafından desteklenen bu kuluçka merkezlerine ilave olarak Türkiye’de kurulmuş ve başarılı girişim şirketleri çıkarmış olan teknokentler bünyesindeki kuluçka merkezleri de bulunmaktadır. İstanbul Teknik Üniversitesi (İTÜ) ve İTÜ Arı Teknokent tarafından kurulmuş olan ve 2011 yılından itibaren faaliyette olan İTÜ Çekirdek³⁰¹, İhsan Doğramacı Bilkent Üniversitesi bünyesinde kurulmuş olan ve Bilkent Cyber Park olarak bilinen Ankara Teknoloji Geliştirme

olan Duvarsız Teknoloji İnkübatörleri (DTİ) ‘de yayımlanan KOSGEB Destek Hizmetleri Yönetmeliği ile kaldırılmıştır.

²⁹⁷ Karaöz, M., Dulupçu, M. A., Albeni, M., Demirgil, H., & Sungur, O. (2012). “İşletme Kuluçkalarında Sunulan Destek Hizmetlerinin Yeni Kurulan Firmaların Hayatta Kalabilirliği Üzerine Etkisi: İş Geliştirme Merkezleri (İŞGEM) Örneği.” *Global Journal of Economics and Business Studies*, 1(1), 13-21.

²⁹⁸ <https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/destekdetay/8520/tekmer-destek-programi> (e. t. 11.11.2022).

²⁹⁹ <https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/tekmerlerimiz> (e. t. 31.12.2022).

³⁰⁰ “KOSGEB İŞGEM Programı.”

<https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/destekdetay/6985/ismetekmer-programi#:~:text=K%C3%BC%C3%A7%C3%BCk%20ve%20Orta%20%C3%96l%C3%A7ekli%20%C4%B0%C5%9Fletmeleri%20Geli%C5%9Firme%20ve%20Destekleme%20%C4%B0daresi%20Ba%C5%9Fkanl%C4%B1%C4%9F%C4%B1> (e. t. 12.11.2022).

³⁰¹ “İTÜ Çekirdek Kuluçka Merkezi” <https://itucekirdek.com/kulucka-merkezi/> (e. t. 12.11.2022).

Bölgesi bünyesindeki kuluçka merkezi³⁰² teknokentler bünyesinde kurulmuş olan kuluçka merkezlerine örnek olarak gösterilebilecektir.

Bütün bunların dışında, Türkiye’de özel girişimler tarafından kurulan ve önemli başarılar gösteren kuluçka merkezleri de bulunmaktadır. Ankara merkezli olarak kurulan ve erken aşama girişimcilere destek veren Viveka³⁰³, 2007’den itibaren faaliyette olan bir girişim hızlandırma programı olan etohum³⁰⁴ bunlara örnek olarak gösterilebilecektir. Ayrıca, çeşitli bankalar veya telekomünikasyon şirketleri tarafından kurulmuş olan ve sektör odaklı olarak faaliyette bulunan özel kuluçka merkezleri de bulunmaktadır.

Kuluçka merkezleri ile girişimciler arasında ise yukarıda sayılan bütün hizmetleri kapsayan bir sözleşme ile hukuki ilişki kurulmuş olmaktadır. Bu sözleşmenin ayırt edici unsuru kira ilişkisidir. Bununla birlikte, kira dışında kuluçka merkezi tarafından sağlanan diğer hizmetler de sözleşme kapsamında düzenlenir. Girişimcilerle imzalanan sözleşmelerde ayrıca girişimcinin kuluçka merkezine kırımın belirli bir kısmını aktarması ve/veya girişim şirketinin belirli bir yüzdesinin kuluçka merkezine aktarılması gibi uygulamalar da mevcuttur. Bu durumda, kuluçka merkezi aslında pay karşılığı gerçekleştirilen bir girişimcilik finansmanı yöntemine dönüşmektedir.

3. Hızlandırıclar/hızlandırma programı

Hızlandırma programı, kuluçka merkezlerine göre daha yeni bir kavram olarak ortaya çıkmıştır. Dünyadaki ilk hızlandırma programı 2005 yılında *Paul Graham* tarafından kurulan *Y Combinator*’dür³⁰⁵. Hızlandırıci, çok temel olarak kısa süreli ve öğrenme odaklı programlar olarak tanımlanabilir³⁰⁶.

Hızlandırıcinin temel özelliği, genellikle üç ay olmak üzere belirli süreli olmasıdır. Hızlandırıclar, girişimcilere ilk ürünlerinin tanımlanması ve geliştirilmesi,

³⁰²“Bilkent Cyber Park Kuluçka Merkezi” <https://www.cyberpark.com.tr/kurumsal/neden-cyberpark-icerik-7> (e. t. 12.11.2022).

³⁰³ “Viveka Hızlandırıci Programı.” <https://www.viveka.com.tr/year2022> (e. t. 12.11.2022).

³⁰⁴“Etohum Girişim Hızlandırma Programı.” <https://blog.etohum.com/etohum-nedir/> (e. t. 12.11.2022).

³⁰⁵ Cohen, S., & Hochberg, Y. V. (2014). “Accelerating Start-Ups: The Seed Accelerator Phenomenon.” *SSRN Journal*, 1, 1-16.

³⁰⁶ Hallen, B. L., Cohen, S. L., & Bingham, C. B. (2020). “Do Accelerators Work? If so, How?,” *Organization Science*, 31(2), 378-414.

müşteri türlerinin tanımlanması, yatırımcı ve çalışan gibi kaynaklara ulaşılması gibi destekler sağlarlar³⁰⁷.

Kuluçka merkezleri ile hızlandırıcılar arasındaki temel fark, hızlandırıcının “öğrenme” merkezli bir destek programı olması ve kuluçka merkezi gibi fiziki bir lokasyon ve ortak hizmetler sağlamamasıdır³⁰⁸. Ayrıca, kuluçka merkezleri için kısıtlı bir süreden bahsetmek de mümkün değildir. Hızlandırıcı ile kuluçka merkezleri arasında teorik olarak önemli farklar bulunmasına rağmen, bu tezin konusu bakımından her ikisine birden kuluçka merkezi olarak atıf yapılacaktır.

4. Kamu teşvikleri

a. Genel olarak

Girişimciliğin ülke ekonomilerinin kalkınması ve istihdam açısından önemi³⁰⁹ anlaşıldıkça hem küresel ölçekte hem de Türkiye’de girişimciliğin desteklenmesi bir kamu politikasına dönüşmüştür. Diğer gelişmiş ülkeler³¹⁰ gibi Türkiye de teknolojinin geliştirilmesi, sanayinin geliştirilmesi, küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin desteklenmesi, yabancı yatırımların özendirilmesi, ülkede girişimcilik ekosisteminin güçlendirilmesi, istihdamın artırılması gibi çeşitli nedenlerle devlet teşvikleri/yardımları uygulanmaktadır³¹¹.

Devlet yardımı ise kamunun çeşitli amaçlarla sağladığı maddi veya maddi olmayan yardımlar olarak tanımlanabilecektir³¹². Devlet yardımları ile temel olarak kamunun sahip olduğu ya da sahip olması beklenen bir kısım kaynaklarını, toplum açısından daha faydalı olarak değerlendirdiği başka alanlara ayrılmaktadır. Devlet yardımlarını en temel fonksiyonları ile mali yardımlar, idari-hukuki yardımlar ve

³⁰⁷ Cohen/Hochberg, agm, s.4.

³⁰⁸ Hallen/Cohen/Bingham, agm, s. 381.

³⁰⁹ Lalkaka (2001), Technological Entrepreneurship, 1-18.

³¹⁰ UNCTAD (b). (2006). World Investment Report; Investment, Trade and International Policy Arrangements, Switzerland: United Nation Publications, s. 180.; WTO (2006). Exploring The Links Between Subsidies, Trade And The WTO, World Trade Report. s. 45.

³¹¹ Akyol, M. (2016). *İktisadi Büyüme Sürecinde Yatırımlara Yönelik Devlet Yardımlarının Etkinliği: Türkiye Uygulaması*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul s. 68-71.

³¹² İncekara, A. (1995). *Türkiye’de Teşvik Sistemi*. İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No:1995/10, s. 9.

ekonomik yardımlar olarak üçe ayırmak mümkündür³¹³. Kamu tarafından sağlanan vergi indirimi veya vergi muafiyetleri mali yardımlara; sağlanan bir kısım düşük faizli veya faizsiz krediler veya kredi garantileri ekonomik yardımlara; patent lisans süreçlerine destek gibi yardımları da idari yardımlara örnek olarak gösterilebilecektir.

b. Kamu teşviklerine ilişkin yurt dışı uygulamaları

Girişimciliğin kamu yardımları ile desteklenmesi bütün dünya bakımından yaygın bir uygulama olarak kabul edilmektedir. Bu konuda birkaç gelişmiş ülke örneğinin incelenmesinin konunun anlaşılması açısından önemli olduğunu düşünüyoruz.

ABD girişimcilere ve küçük işletmelere önemli destekler sağlayan ülkelerin başında gelmektedir. Girişimciler ABD’de doğrudan veya dolaylı olarak çeşitli yöntemlerle desteklenmektedir. Örneğin, ABD’de küçük işletmeler işten çıkarmalarda önceden ihbarda bulunma gibi bir kısım yasal zorunluluklardan muaf tutulmakta ve bir kısım önemli vergi muafiyetlerine tabi tutulmaktadır.³¹⁴ Girişimciler ve küçük işletmeler ayrıca ABD Federal Devleti tarafından açılan kamu ihalelerinde de avantajlı konuma sahiptir.

ABD’de küçük işletmelerin ve girişimcilerin desteklenmesi maksadıyla kurulmuş bir kuruluş olan Small Business Administration (SBA) bulunmaktadır³¹⁵. SBA, küçük işletmelere ve girişimcilere danışmanlık, finansman, hükümet nezdinde iş geliştirme faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi gibi birçok konuda destek sağlamaktadır. Girişimcilerin işletmelerini kurma ve büyütme için gerekli sermayeye ulaşabilmesini sağlama SBA’nın en önemli stratejik amaçları arasında sayılmaktadır³¹⁶. SBA, ayrıca girişimciler ve küçük işletmeler bakımından kredi garanti fonu olarak da faaliyet göstermekte ve kredinin %85’ine kadar garanti

³¹³ Akyol, age, s. 71; Özer, İ. (1977). *Sanayileşmenin Sorunları ve Teşviki Politikası*. Ankara: Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu.

³¹⁴ Higgins, M. J., Lacombe, D. J., Stenard, B.S., & Young, A.T. (2021). “Evaluating the Effects Of Small Business Administration Lending on Growth”. *Small Bus Econ* 57, 23–45.

³¹⁵ <https://www.sba.gov/> (e. t. 10.11.2022).

³¹⁶ US Small Business Administration. “FY 2023 Congressional Budget Justification; FY 2021 Annual Performance Report.” <https://www.sba.gov/sites/default/files/2022-04/FY%202023%20SBA%20Congressional%20Budget%20Justification-508-2022-0413%20updated.pdf> (e. t. 10.11.2022).

sağlamaktadır³¹⁷. Böylece, krediye ulaşması zor ve hatta imkânsız olan girişimcilerin kamu garantili krediye ulaşmaları sağlanmaktadır. SBA bütün bunlara ilave olarak, Küçük İşletme İnovasyon Araştırma Programı (SBIR) gibi yenilikçiliğin desteklenmesi maksadıyla fon kullanan özel programlarla da girişim şirketlerini desteklemeye çalışmaktadır³¹⁸. Apple, Chron ve Intel gibi Dünya çapında başarı yakalamış bir kısım ABD menşeli teknoloji şirketlerinin SBA'nın bu programlarından yararlandığı bilinmektedir³¹⁹.

Girişim şirketlerinin kamu kaynakları ile desteklenmesi bakımından gösterilebilecek bir diğer iyi örnek de Japonya'dır. Japonya'da da özellikle Ekonomi, Ticaret ve Sanayi Bakanlığı (METİ) ve Eğitim, Kültür, Spor, Bilim ve Teknoloji Bakanlığı (MEXT) tarafından girişimcilere önemli destekler sağlanmaktadır³²⁰. Japon Hükümetinin özel sektörle birlikte uygulamaya koyduğu J-Startup programıyla girişimcilere teşvikler, yurtdışı Japon misyonlarının kolaylaştırıcı faaliyetleri, idari bir kısım süreçlerde kolaylaştırılmış prosedürler, yurtiçi ve yurtdışı fuar destekleri, mevzuatla ilgili yardım gibi çok geniş bir çerçevede destek sağlanmaktadır³²¹.

Avrupa'daki iyi örneklerden biri olarak gösterilebilecek Almanya'da da girişimciliği desteklemeye yönelik önemli programlar uygulanmaktadır. Özellikle yenilikçiliğin AB kıtasında kalmasına yönelik bir çabanın sonucu olarak Almanya girişimcileri desteklemek için çok büyük bütçeler ayırmaktadır³²². Almanya Hükümeti bu program kapsamında girişimcilere çeşitli ödüller, teşvikler, yardımlar, düşük faizli veya karşılıksız devlet kredileri, ticari tavsiyeler gibi birçok destek sağlamaktadır³²³. Ayrıca, Almanya Federal Ekonomi ve İklim Bakanlığı Temmuz

³¹⁷ Patel, P.C., & Tsionas, M.G. (2022). "Learning-by-Lending and Learning-By-Repaying: A Two-Sided Learning Model For Defaults On Small Business Administration Loans". *Managerial and Decision Economics*, 43(4), s. 906–919.

³¹⁸ Tüysüz, H. (2020). *Araştırma-Geliştirme ve İnovasyon Çalışmalarında Devletin Rolü: KOSGEB Örneği*. Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı. Yayınlanmamış Doktora Tezi. s. 90.

³¹⁹ Tüysüz, age, s. 91.

³²⁰ https://www.meti.go.jp/english/policy/economy/startup_nbp/index.html (e. t. 20 Şubat 2022).

³²¹ <https://www.j-startup.go.jp/en/about/> (e. t. 20 Şubat 2022).

³²² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-27/germany-plans-30-billion-euro-fund-to-support-homegrown-startups?leadSource=uverify%20wall> (e. t. 22 Şubat 2022).

³²³ Straub, R. (2021). "How is the German government supporting tech startups?" <https://digitalaccelerators.eu/how-is-the-german-government-supporting-tech-startups/> (e. t. 22 Şubat 2022).

2022’de “Federal Hükümetin Startup Stratejisi” isimli belgeyi yayınlamıştır³²⁴. Söz konusu Strateji Belgesinde, özellikle teknoloji alanında faaliyet gösteren girişim şirketlerine 2030 yılına kadar 10 milyar avro tutarında kamu fonu sağlanacağı, ayrıca özel sektörün de teşvik edilmesi ile birlikte aynı dönemde 30 milyar avro tutarındaki bir fonun girişim şirketlerine aktarılacağı, Almanya’nın girişimci finansmanında özel bir konum kazanabilmesi için gerekli mevzuat düzenlemelerinin yapılacağı gibi birçok taahhüt yer almaktadır.

Yukarıda açıklanmış olan üç büyük ekonomi dışındaki birçok ülkenin de girişimciliği desteklemek için kamu finansmanı, vergi teşvikleri, düşük faizli kredi gibi birçok destek sağladığı bilinmektedir. Gelişmiş bütün ekonomiler, girişimciliğin desteklenmesinin ülkenin veya bölgenin gelişimi bakımından hayati önemde olduğu bilinciyle, girişimciliğin desteklenmesini bir kamu politikası haline getirmiştir.

c. Kamu teşviklerine ilişkin türkiye uygulamaları

Girişimciliğin desteklenmesi ülkemizde de uzun yıllardır uygulanmaya çalışılan bir kamu politikasıdır. Ülkemizde KOBİlerin ve girişimcilerin desteklenmesinde görev alan kurumlar Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Hazine ve Maliye Bakanlığı, Yüksek Öğretim Kurumu, Ticaret Bakanlığı ile bu bakanlıklara bağlı kurumlardır. Ülkemizde temel olarak girişimciliğin desteklenmesi için kurulmuş ve bu alanda faaliyet gösteren, kısa adı KOSGEB olan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı kurulmuştur. Buna ilaveten Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu (TUBİTAK) ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) de girişimcilere doğrudan kaynak sağlayan diğer kurumlar arasındadır.

Türkiye Cumhuriyeti tarafından girişimcilere sağlanan destekler arasında; makine-teçhizat, donanım, hammadde, yazılım ve hizmet alımı giderleri desteği, işletme giderleri desteği, personel gideri desteği, kira desteği, proje geliştirme desteği, başlangıç sermayesi desteği, vergi ve sosyal güvenlik teşvik ve istisnaları gibi birçok destek ve teşvik bulunmaktadır.

³²⁴ Federal Ministry for Economic Affairs and Climate Action (BMWK). (2022). “Startup Strategy of the Federal Government” https://www.bmwk.de/Redaktion/EN/Publikationen/Wirtschaft/2022-startup-strategy-of-the-federal-government.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (e. t. 22 Şubat 2022).

KOSGEB tarafından girişimcilere verilen desteklere örnek olarak;

- KOSGEB tarafından hayata geçirilen ve “*girişimcilerin kurduğu yeni işletmelerin hayatta kalma oranının arttırılmasını sağlamak*” amacını taşıyan Geleneksel Girişimci Destek Programı kapsamında işletmelere karşılıksız kuruluş desteği, performans desteği ve sertifika desteği sağlanmaktadır³²⁵.
- KOSGEB tarafından hayata geçirilen ve “*ülkemin stratejik öncelikleri doğrultusunda belirlenen sektörlerde girişimcilerin kurduğu yeni işletmelerin hayatta kalma oranının arttırılmasını sağlamak*” amacını³²⁶ taşıyan İleri Girişimcilik Destek Programı ile girişimcilere geri ödemesiz kuruluş desteği, geri ödemesiz performans desteği, makine teçhizat ve yazılım desteği, mentorluk, danışmanlık ve işletme koçluğu desteği, sertifika desteği gibi destekler sağlanmaktadır³²⁷.

Bu noktada, KOSGEB’in de en büyük ortaklarından biri olduğu Kredi Garanti Fonundan (KGF) bahsetmek gerekmektedir. KGF, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Odası (TESK) ve KOSGEB’in çoğunluk hissesine sahip olduğu, anonim şirket şeklin kurulmuş olan bir organizasyondur³²⁸. KGF, kendi özkaynakları Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından sağlanan kamu kaynakları ve Avrupa Yatırım Fonu gibi bir kısım dış kaynaklardan elde ettiği fonlarla faaliyet göstermektedir³²⁹. KGF, kendi sitesinde yer alan ifade ile “*gelecek vaad eden işletmeler olmak üzere tüm işletmelerin finansmana erişimini kolaylaştırarak, Türkiye’nin büyüme ve kalkınmasına stratejik destek sağlamak*” amacını gütmektedir³³⁰. KGF, temel olarak KOBİlerin teminat yetersizliği

³²⁵“KOSGEB 2021 Yılı Faaliyet Raporu.” s. 15.
https://webdosya.kosgeb.gov.tr/Content/Upload/Dosya/Mali%20Tablolar/2022/KOSGEB_2021_Y%C4%B1l%C4%B1_Faaliyet_Raporu.pdf

³²⁶ <https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/destekdetay/7390/ileri-girisimci-destek-programi> (e. t. 24 Şubat 2022).

³²⁷ KOSGEB, 2021 Yılı Faaliyet Raporu, s. 15.

³²⁸ <https://www.kgf.com.tr/index.php/tr/hakimizda/ortaklik-yapisi> (e. t. 11 Aralık 2022).

³²⁹ Bezircioğlu, E. (2022). “*Türkiye’de kredi garanti fonu aş etkinliğinin incelenmesi*”. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı, İktisat Politikası Bilim Dalı. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. s. 31.

³³⁰ <https://www.kgf.com.tr/index.php/tr/bilgi-merkezi/sikca-sorulan-sorular> (e. t. 11 Aralık 2022).

dolayısıyla ulaşamadığı kredi imkânlarına, kurumsal bir kefalet kuruluğu olarak, ulaşmasını sağlamaktadır³³¹.

Girişimcilerin banka kredisine erişememelerinin en önemli sebeplerinden birinin yeterli teminata sahip olmadıkları ve bankaların hem kendi mevzuatları hem de ticari risk değerlendirmeleri dolayısıyla bu nitelikteki işletmelere kredi veremedikleri yukarıda detaylı olarak incelenmiştir. KGF, özellikle KOBİ niteliğindeki girişimcilerin sahip oldukları bu dezavantajı ortadan kaldırma işlevi görmektedir ve bu anlamda girişimciliğin finansmanında kritik bir yer tutmaktadır.

Türkiye’de girişimcilikteki kamu destekleri bakımından TUBİTAK desteklerine de mutlaka değinmek gerekir. TUBİTAK tarafından sağlanan girişimcilik desteklerine örnek olarak aşağıda kısaca açıklanmış olan programlar gösterilebilecektir.

Girişimcilik Destek Programı (BIGG)³³² kapsamında, TUBİTAK girişimcilerin fikir aşamasından pazara açılmasına kadar olan faaliyetlerinin desteklenmesi amaçlanmaktadır. Bu program kapsamında girişimcilere eğitimler, teknik ve idari danışmanlık destekleri, karşılıksız proje desteğı gibi destekler sağlanır.

Girişim Sermayesi Destekleme Programı (Tech-InvesTR)³³³ ile erken aşama teknoloji şirketlerinin teknolojilerini ticarileştirme süreçlerinde ihtiyaç duyacakları sermayenin girişim sermayesi fonları aracılığıyla karşılanması amaçlanmaktadır. Bu program çerçevesinde kurulacak olan girişim sermayesi fonlarına Hazine ve Maliye Bakanlığı, Teknoloji Transfer Ofisleri, Teknoloji Geliştirme Bölgeleri ve yeterlik almış Araştırma Altyapıları ile diğer özel yatırımcılar ortak olarak katılacaklardır.

Türkiye’de girişimciliğın kamu tarafından desteklenmesi ile ilgili olarak TTGV’ye değinmenin gerekli olduğu kanaatindeyiz. TTGV; TUBİTAK, Ticaret Bakanlığı, TC Hazine ve Maliye Bakanlığı, KOSGEB, PTT gibi kamu kurumları, TÜSİAD, DEİK, MÜSİAD, Otomotiv Sanayii Derneğı, Türkiye Bilişim Vakfı gibi sivil toplum kuruluşlarının, PETKİM, Ford, Siemens, Tekfen, Demirdöküm gibi

³³¹ <https://www.kgf.com.tr/index.php/tr/bilgi-merkezi/sikca-sorulan-sorular> (e. t. 11 Aralık 2022).

³³² <https://www.tubitak.gov.tr/tr/destekler/sanayi/ulusal-destek-programlari/icerik-1512-girisimcilik-destek-programi-bigg> (e. t. 11 Aralık 2022).

³³³ <https://www.tubitak.gov.tr/tr/destekler/sanayi/ulusal-destek-programlari/icerik-1514-girisim-sermayesi-destekleme-programi-tech-investr> (e. t. 11 Aralık 2022).

sanayi kuruluşlarının ve bir kısım gerçek kişilerin kuruculuğunda kurulmuş olan bir vakıftır. TTGV, kamu özel işbirliği ile Türkiye’de özel sektörün inovasyon faaliyetlerinin ve girişimciliğin desteklenmesi maksadıyla kurulmuş nevi şahsına münhasır bir kurumdur. TTGV tarafından kendi bünyesinde geliştirilen HIT gibi teknoloji odaklı şirketlerin ilk satış süreçlerini hızlandırmayı amaçlayan programlar³³⁴, Explore Yatırım Programı gibi teknoloji şirketlerinin uluslararası pazarlardaki başarısını sağlamayı amaçlayan programlar³³⁵ veya Ideaport gibi inovasyon ekosisteminin geliştirilmesini ve özel sektörün gelişen teknolojilere uyumunu sağlamayı amaçlayan programlar³³⁶ hayata geçirilmektedir. Bu özellikleri ile değerlendirildiğinde TTGV girişimciliğin finansmanı bakımından önemli bir kamu-özel sektör desteği olarak nitelendirilebilecektir.

Yukarıda kısaca açıklanan girişimciliğin desteklenmesi yöntemleri girişimciliğin doğrudan finanse edilerek desteklenmesine ilişkindir. Bununla birlikte girişimciliğin maliyet azaltıcı bir kısım teşviklerle de desteklenmesi mümkündür. Dolaylı nitelikteki bu destek ve teşviklere örnek olarak gelir ve kurumlar vergisi istisnası, gelir vergisi stopajı indirimi, ar-ge indirimi, sigorta primi desteği, KDV istisnası, damga vergisi istisnası gibi uygulamalar gösterilebilecektir³³⁷. Bu destek uygulamaları genel olarak, 5746 sayılı Araştırma ve Geliştirme Faaliyetlerinin Desteklenmesi Hakkında Kanun, 4691 Sayılı Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu, 2009/15199 Sayılı Yatırımlarda Devlet Yardımları Hakkında Karar ve bu mevzuat kapsamında çıkarılmış olan ikincil düzenlemelere dayanmaktadır.

Bütün bu hususları hep birlikte değerlendirdiğimizde, girişimciliğin devletler tarafından doğrudan veya dolaylı olarak finanse edildiği ve devlet desteklerinin girişimciliğin finansmanının önemli bir unsuru olduğu ifade edilebilecektir.

Girişimciliğin ve girişimcilerin kamu tarafından desteklenmesi bahsinde devletin sağlamış olduğu teşvik ve desteklere ilave olarak girişimcilerin faaliyetleri bakımından elverişli bir ekosistem oluşturma yükümlülüğüne de değinmek gerekir.

³³⁴ <https://hit.ttgov.org.tr/tr/hit-programi> (e. t. 11 Aralık 2022).

³³⁵ <https://www.teknolojiyatirim.com.tr/tr/explore> (e. t. 11 Aralık 2022).

³³⁶ <https://www.ideaport.org.tr/> (e. t. 11 Aralık 2022).

³³⁷ Tüysüz, age, s. 171.

Gerçekten, devletin tek görevi girişimciliğin aktif olarak desteklenmesi değil, girişimciliğin önündeki engellerin de kaldırılmasıdır.

Türkçeye ‘Küresel Girişimcilik Endeksi’³³⁸ olarak çevirebileceğimiz Global Entrepreneurship Monitor (GEM) isimli inisiyatif her yıl çeşitli parametrelere dayanarak ülkelerin girişimcilik faaliyetinin düzeyini ve girişimcilik ekosistemini ölçmeye çalışmaktadır. Endeks, ülkede girişimciliğin gelişmesi için gerekli olan 12 adet çevresel etkeni dikkate alarak bir girişimcilik notu hazırlamaktadır. Küresel Girişimcilik Endeksi’nin değerlendirdiği çevresel girişimcilik kriterleri³³⁹;

- Girişimcilik ile ilgili finansal ortam
- Devletin girişimcilik ile ilgili somut politikaları, öncelikleri ve desteği
- Devlet politikaları bürokrasi, vergiler
- Devletin girişimcilik programları
- Girişimcilik ile ilgili olarak hem ilkökul/ortaokul hem de daha üst eğitim seviyelerinde verilen eğitimler
- Ar-Ge aktarım düzeyi
- Profesyonel ve ticari altyapı erişimi
- İç pazar dinamikleri
- İç pazar yükleri
- Genel fiziksel altyapılar ve hizmetlere erişim
- Kültürel, sosyal normlar ve toplum desteği

şeklindedir. Yukarıda yer alan kriterler incelendiğinde bunların büyük bir kısmının devletin sorumluluklarına ilişkin olduğu görülmektedir. Bu bağlamda girişimcilik bakımından devletin aktif desteği kadar uygun bir girişimcilik ortamı oluşturması da büyük önem arz etmektedir.

³³⁸ Yaşar Uğurlu, Ö., & Kızıldağ, D. (2019). “Türkiye’deki Girişimcilik Faaliyetlerinin Analizi: Küresel Girişimcilik Endeksi Üzerine Bir İnceleme”. *3rd International EMI Entrepreneurship&Social Sciences Congress, 28-30 June, Lefkosa*. 149-164.

³³⁹ <https://www.gemconsortium.org/news/global-entrepreneurship-monitor-releases-ranking-of-countries-for-conditions-to-start-a-business> (e. t. 10 Nisan 2022).

Türkiye’de 2006 yılından itibaren³⁴⁰ bütün GEM çalışmalarına dâhil olmuş ve raporlarda yer almıştır. Türkiye’nin girişimcilik ekosistemi bakımından orta seviyede bir ülke olduğunu söylemek mümkündür. 2022’de yayımlanan Küresel Girişimcilik İndeksine³⁴¹ göre Türkiye 4.2 girişimcilik indeks notuyla “B” kategorisinde yer almaktadır. Aynı rapora göre, Birleşik Arap Emirlikleri 6.8 indeks notuyla, Amerika Birleşik Devletleri 5.3 indeks notuyla, İsviçre 5.5 indeks notuyla, Almanya ise 5.1 indeks notuyla “A” kategorisindeki ülkeler arasında yer almışlardır. Rapor’da değerlendirilen 50 ülkenin 19 tanesi “A” kategorisinde, 19 tanesi “B” kategorisinde ve geri kalan 12 tanesi ise “C” kategorisinde yer almaktadır.

Bütün bu hususlar, kamunun olumlu ve olumsuz müdahalesinin girişimcilik ve ülkedeki girişimcilik ekosistemi bakımından kritik önemde olduğu göstermektedir. Kamu, yukarıda açıklanmış olduğu çerçevede, girişimciliğin için hem finansmanı düzenleyen otorite olarak hem de kendisi çeşitli ajansları aracılığıyla bizzat finansör olarak büyük rol oynamaktadır.

D. Gölge pay sahipliği (*Quantum Share*)

İngilizce literatürde ‘*employee stock options plan*’ olarak bilinen ve Türkçeye çalışanlara pay edindirme programı olarak çevrilebilecek olan hukuki yapı, bugün birçok girişim şirketi tarafından yaygın olarak kullanılmaktadır. Çalışan pay edindirme programı ile, özellikle teknoloji alanında faaliyet gösteren şirket çalışanlarının şirkete ortak olması ve böylece çalışan motivasyonunun artırılması amaçlanmaktadır³⁴². Geniş anlamıyla değerlendirilecek olursa, bu yöndeki opsiyon planlarının bir girişimcilik finansman yöntemi olarak değerlendirilmesi mümkündür. Başka bir ifade ile, girişim sermayesi, melek yatırımcılık veya kitle fonlamasında olduğu şekliyle, girişim şirketinde verilen pay ile girişim şirketinin finanse edilmesi

³⁴⁰ Türkiye 2009 GEM Raporunda yer almamıştır. Bunun dışında 2006’dan itibaren bütün çalışmalara dâhil olmuştur.

³⁴¹ GEM (Global Entrepreneurship Monitor) (2022). *Global Entrepreneurship Monitor 2021/2022 Global Report: Opportunity Amid Disruption*. London: GEM.

³⁴² Core, J. E., & Guay, W. R. (2001). “Stock Option Plans for Non-Executive Employees.” *Journal of Financial Economics*, 61 (2), s. 253-287.; Akın, M. Ş. (2019). “Çalışanlara Hisse Opsiyonu Planlamasının Sebepleri, Şartları ve İşleyişi”. *Girişimcilik İnovasyon ve Pazarlama Araştırmaları Dergisi*, 3(6), 145-156.; Oyer, P. & Schaefer, S. (2005), “Why do Some Firms Give Stock Options to All Employees? An Empirical Examination of Alternative Theories”, *Journal of Financial Economics*, 76, 99- 133; Cappelli, P., Conyon, M., & Almeda, D. (2020). “Social Exchange And The Effects of Employee Stock Options.” *ILR Review*, 73(1), 124-152.

mümkün olabilecektir. Bu finansman yönetiminin diğerlerinden farkı, ortaklık karşılığında nakit değil uzmanlık ve işgücü sağlanacak olmasıdır.

Bununla birlikte, konunun doğrudan bu tezle ilgili olmaması dolayısıyla bu başlık altında sadece Türkçe'ye gölge pay taahhüdü olarak çevirebileceğimiz İngilizcesi '*quantum share*' veya '*phantom share*' olan yapıdan bahsedilecektir. Bu yapının özellikle girişimcilik ekosisteminde yaygın olduğunu ifade edebiliriz³⁴³. Kavram karışıklığı yaratmamak amacıyla bu çalışmada 'gölge pay' terimini tercih edeceğiz³⁴⁴.

Gölge pay sahipliği olarak isimlendirilebilecek olan hukuki yapının hukukumuzda herhangi bir karşılığı bulunmadığını belirtmek gerekir. Bununla birlikte, bu yapının özellikle son dönemde girişim şirketlerinin de yaygınlaşmasıyla birlikte Türk hukuk pratiğinde kullanıldığı görülmektedir. Gölge pay uygulaması, en yalın haliyle, girişimcinin yetenekli iş gücüne duyduğu ihtiyaç dolayısıyla ortaya çıkmıştır³⁴⁵. Gerçekten, özellikle teknoloji alanında faaliyet gösteren girişimler açısından en önemli unsurlardan biri nitelikli iş gücüdür ve nitelikli iş gücü özellikle erken aşama girişimler için en önemli gider kalemlerinden birini oluşturmaktadır.

Erken aşamada olan bir girişim şirketinin kendi kaynaklarıyla ihtiyaç duyduğu nitelikli iş gücüne ulaşması son derece güçtür. Bunun belki de tek yöntemi girişimcinin ihtiyaç duyduğu personeli ortak olmaya ikna etmesi ve söz konusu personele edindireceği pay karşılığında personelin iş gücünden faydalanılmasıdır. İlk başta olumlu bir algı yaratan bu yapının birçok dezavantajı bulunmaktadır. Öncelikle, girişim şirketindeki ortak sayısı arttıkça ve ortaklık yapısı karmaşık hale geldikçe şirketin yönetilmesi daha zor hale gelecektir. Bu durum ayrıca girişimcinin şirkette sahip olduğu payın da sulandırılmasına yol açacak ve girişimcinin motivasyonunu düşürecektir. Buna ilave olarak, çok pay sahipli bir girişim şirketinin ilerideki aşamada yatırım alması güçleşecektir.

³⁴³Goatley, A. (2020). "Phantom Equity – Better than the Real Thing ?" <https://www.buddlefindlay.com/insights/phantom-equity-better-than-the-real-thing/> (e.t. 11.10.2023)

³⁴⁴ Yer kısıtı ve konunun doğrudan bu çalışma ile ilgisi olmaması dolayısıyla gölge pay sahipliği teriminin isabetli olup olmadığı bu çalışmada tartışılmamıştır.

³⁴⁵ Sampson, D. K. (1995). "The Fiduciary Duties of Corporate Directors to "Phantom" Stockholders." *The University of Chicago Law Review*, 62(3), 1275-1299.

Gölge pay uygulaması, girişimcinin ihtiyaç duyduğu nitelikli iş gücünü girişim şirketine ortak etmesinin doğurduğu bu dezavantajlara karşı ortaya çıkmıştır. Gölge pay uygulaması ile girişimci, nitelikli bir çalışana ücret ödemediği veya cüzi bir ücret ödeyerek ilgili çalışanı girişim şirketinin büyüme potansiyeline ve gelecekteki değerine ikna etmiş olmaktadır. Bu çerçevede, her iki tarafın da fayda elde ettiği bir yapı ortaya çıkmaktadır.

Gölge pay ile çalışan, girişim şirketinde bir pay elde etmemekte, bu paya endeksli bir gelecek menfaat elde etmektedir³⁴⁶. Bu menfaat bir kâr payı hakkı olmadığı gibi pay alım opsiyonu da değildir. Gölge pay sahibine bir alacak hakkı tanımaktadır. Gölge pay uygulaması ile birlikte girişim şirketi, gölge pay sahibi lehine bir hesap açmakta ve bu hesaba tarafların mutabık kaldığı miktarda gölge pay tutmaktadır. Bu durumda söz konusu hesaba gerçek anlamda bir pay devri gerçekleşmemekte, sadece bir defter kaydı yer almaktadır³⁴⁷.

Çoğu gölge pay sözleşmesi, çalışanın şirket tarafından istihdam edildiği her yıl için belirli sayıda paya endekslenmiş olan alacağın hak edilmesi şeklinde yapılandırılmıştır. Sözleşme aracılığıyla şirket, çalışana hak ettiği payların değerini genellikle emeklilik, iş akdinin feshi ya da üzerinde anlaşmaya varılan başka bir tarihte ödeyeceğini taahhüt eder³⁴⁸. Gölge pay uygulamasında, çalışanın belirli bir süre çalıştıktan sonra şirketin süre sonundaki değeri üzerinden hesaplanacak şekilde belirli bir paya oranlı ikramiye alması veya şirketin yatırım alması durumunda alınan yatırımın belirli bir yüzdesinin çalışana ödenmesi gibi formüllerin uygulanması da mümkündür³⁴⁹. Örneğin, çalışan ile girişimci arasında yapılacak olan bir gölge pay sözleşmesinde, girişimci çalışana girişim şirketinin %10'u tutarında bir payı gölge pay olarak verebilir. Bu durumda, çalışan söz konusu şirkette pay sahibi olmayacak ancak taraflar arasındaki düzenleme çerçevesinde girişimcinin paylarını satması durumunda elde edilen şirket bedelinin %10'unu veya girişim şirketinin kâr payı dağıtması durumunda dağıtılan kâr payının %10'unu elde etmek üzere sözleşmesel

³⁴⁶ Sampson, agm, s. 1277.

³⁴⁷ Sampson, agm, s. 1277.

³⁴⁸ Sampson, agm, s. 1277-1278.

³⁴⁹ Adams, J. S ve Diğerleri (2022). *Equity Alternatives: Restricted Stock, Performance Awards, Phantom Stock, SARs, More*. The National Center for Employee Ownership. s. 7.

bir hakka sahip olacaktır. Bu durumda, çalışan ile girişimci arasında bir ortaklık kurulduğundan bahsetmek yanlış olmayacaktır.

Gölge pay uygulamasında çalışan bakımından önemli ve sorunlu olan hususlardan biri sahip olduğu fiktif (gölge) payın değerlemesidir. Girişim şirketleri bakımından yeni yatırım alınması veya şirketten çıkış gibi durumlarda şirket değerlemesi yapılacağı için benzer işlemler bakımından gölge payın değerinin hesaplanması teknik olarak mümkün olacaktır. Bununla birlikte, gölge payın herhangi bir yatırım turu veya çıkış işleminden önce nakde çevrilmek istemesi, bütün taraflar açısından ciddi zorluklar yaratacaktır. Bu çerçevede, çalışan açısından elde ettiği sözleşmesel bir hakkın net bir karşılığının olmaması bir dezavantaj olarak ifade edilebilecektir.

Bu dezavantajına rağmen, çalışan motivasyonunu artırması ve çalışanların şirket ile menfaat ortaklığının sağlanması³⁵⁰, uygulamasının basit ve esnek olması, şirketin yönetim haklarını karmaşıkleştırmaması bu uygulamanın avantajları arasında sayılabilecektir.

Gölge pay uygulamasına şirketler hukuku perspektifinden incelediğimizde, bir şirketler hukuku kurumundan daha çok sözleşmeler hukuku kurumu karşımıza çıkmaktadır. Gölge pay uygulamasında gölge payı elde eden kişi, girişim şirketine herhangi bir yatırım yapmamakta ve dolayısıyla şirkete herhangi bir sermaye katkısı sağlamamaktadır. Gölge pay, sahibine, şirketin yönetimi ve kaderi üzerinde söz sahibi olmasını sağlaması bakımından en önemli ortaklık haklarından biri olarak nitelendirilecek³⁵¹ olan genel kurul toplantısına katılma hakkı da sağlamamaktadır.

Gölge pay, devredilebilir bir payı değil nisbi bir alacak hakkını ifade etmektedir. Gölge pay uygulaması korporatif³⁵² değildir, yani bu uygulama ve bu uygulama neticesinde ortaya çıkan haklar şirketler hukuku düzeni ile ilgili değildir. Bu bağlamda gölge pay uygulamasına ilişkin sözleşmeler, şirketler hukuku çerçevesinde olmayan, borçlar hukukuna tabi bir sözleşme türünü ifade

³⁵⁰ Sampson, agm, s. 1282.

³⁵¹ Kaya, M.İ (2014). “Pay Sahiplerinin Anonim Şirket Genel Kurulunda Temsil Edilmesi” *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 30(4), 43-95.

³⁵² Korporatif terimi için bkz. Ayoğlu, T. (2018). *Sermaye şirketleri özelinde şirketler hukuku uyumsuzluklarının çözümünde tahkim*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s. 9. (Şirketler Hukuku Uyumsuzlukları)

etmektedir³⁵³. Gölge hisse uygulamasının bir borçlar hukuki müessesesi olması dolayısıyla bu sözleşme, sözleşmeye taraf olmayan girişim şirketini, bu şirketin organlarını veya sözleşmeye taraf olmayan ortaklarını bağlamaz. Benzer şekilde, gölge hisse ile elde edilen alacak hakkının ancak bu hakkı sağlayan girişimciye yani pay sahiplerine karşı yöneltilmesi mümkündür. Başka bir ifadeyle bu alacak hakkı girişim şirketine karşı değil, gölge hisseye ilişkin sözleşmeye taraf olan pay sahiplerine karşı kullanılabilecek bir alacak hakkı yaratmaktadır.

Gölge hisse uygulamasının sözleşmesel niteliğinin ise, adi ortaklığın hem TBK 620/1’de yer alan tanımı³⁵⁴ hem de Türk hukuk öğretisinde yapılan tanımları çerçevesinde bir adi ortaklık ilişkisi olarak tasnif edilebileceği kanaatindeyiz. Barlas³⁵⁵ tarafından yapılan tanıma göre adi ortaklık; *“emeklerini veya araçlarını herhangi bir müşterek amaç doğrultusunda birleştirerek, bu amaca ulaşma konusunda birlikte çaba göstermeyi sözleşmeyle birbirlerine karşı yükümlenen kişilerce oluşturulan, tüzel kişiliği bulunmayan kişi topluluğudur.”* Bu tanımlar çerçevesinde değerlendirildiğinde, girişimci ile girişim şirketi için emeğini koyan ve bunun karşılığında gölge hisse yapısı altında sözleşmesel bir ilişki kurmuş olan profesyonellerin müşterek bir amaç doğrultusunda birleştirdikleri ve bu amaç konusunda birlikte çaba göstermeyi taahhüt ettikleri anlaşılmaktadır. Girişimci ile çalışanların gölge hisse sözleşmesi kapsamındaki ortak amacı girişim şirketinin hedeflerinin gerçekleştirilmesi ve bu sayede değerinin artırılmasıdır. Bu anlamda girişimci şirketi ve kendi emeğini sermaye olarak getirirken çalışan da kendi emeğini adi ortaklığa sermaye olarak getirmektedir. Bu sözleşme kapsamında sadece girişimcinin çalışana sağladığı bir menfaat yerine bütün tarafların müşterek bir menfaat etrafında toplanmış olması söz konusu olmaktadır.

Bu noktada, gölge hisse sözleşmesinin bir türev araç olup olmadığını da tartışmak gerekmektedir. En yalın haliyle türev araçları, hak ve yükümlülüklerin bir dayanak varlık, kurum veya ölçüte dayandığı ve sözleşmenin bu dayanağa istinaden

³⁵³ Okutan Nilsson, G. (2003). *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri*. İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, s. 43.

³⁵⁴ TBK m. 620/1: Adi ortaklık sözleşmesi iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere üstlendikleri sözleşmedir.

³⁵⁵ Barlas, N. (2016). *Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 18. (Adi Ortaklık)

gelecekte teslimat veya ödeme yapılmasını öngördüğü hukuki ilişki olarak tanımlamak mümkündür³⁵⁶. SPKn ile türev araçlar ise, SPKn m.3/1-u bendinde sayılan araçlar³⁵⁷ ve SPK tarafından bu kapsamda olduğu belirlenen araçlar olarak tanımlanmıştır. Bu durumda, pay ve pay benzeri diğer kıymetleri menkul kıymet olarak sayan SPKn m. 3/1-o kapsamında³⁵⁸ gölge pay sözleşmelerinin türev araç olarak nitelendirilmesinin mümkün olduğu kanaatindeyiz.

Gölge hisse uygulamasını girişim şirketlerinin finansmanı bağlamında değerlendirdiğimizde bunun sadece girişimci ile profesyoneller arasında değil, girişimci ile çeşitli şekiller mal ve hizmet tedarik edenler arasında uygulanabileceğini belirtmek gerekir. Örneğin, bir girişim şirketi ihtiyaç duyduğu finans danışmanlığı hizmeti karşılığında gölge hisse verebilecek ve böylece girişim şirketinin ihtiyaçlarını şirketin gelecekteki değeri üzerinden ödeme şansını elde edebilecektir.

Bütün bu hususları değerlendirdiğimizde, gölge hisse uygulamasının girişim şirketlerinin finansmanı bakımından bir alternatif ve konvansiyonel olmayan finansman yöntemi olarak kabul edilmesinin mümkün olduğu değerlendirilmektedir.

E. Mudaraba (Mudarabah)

Girişimciliğin finansmanı için kullanılan yöntemlerden biri de mudaraba³⁵⁹ olarak isimlendirilen İslami finans yöntemidir. Mudaraba, taraflardan birinin sermaye, diğerinin de teknik bilgi ve emek koyduğu, kârın taraflarca önceden

³⁵⁶ Braithwaite, J. (2021). *The Financial Courts: Adjudicating Disputes in Derivatives Markets*. Cambridge University Press. s. 14.; Castagnino, J.P (2009). *Derivatives: The Key Principles*, 3rd Ed. Oxford: Oxford University Press, s. 288.

³⁵⁷ SPKn m.3/1-u) Türev araçlar: Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer türev araçları: 1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değiştirme hakkı veren türev araçları, 2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değişikliğine; faiz oranına veya orandaki değişikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değişikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değişikliğine; Kurulca uygun görülen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değişikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değişkenleri gibi ölçüm değerleri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değişikliğe bağlı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değiştirme hakkı veren türevleri, 3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğer varlıklar üzerine yapılacak kaldıraçlı işlemleri.

³⁵⁸ SPKn m.3/1- o) Menkul kıymetler: Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; 1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, 2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını.

³⁵⁹ Mudaraba kavramının bir kısım kaynakta ‘mudarabe’ olarak da isimlendirildiği görülmektedir.

kararlaştırılan orana göre paylaşıldığı ancak zarar riskinin yatırımcı üzerinde olduğu sözleşme olarak tanımlanabilir.³⁶⁰

Mudaraba için çeşitli hukuk düzenlerinde Al-Kirat terimi de kullanılmaktadır³⁶¹. Mudaraba hukuki olarak Türk Hukukunda yer alan adi ortaklık kurumuna benzetilebilir ancak bu noktada İşlam Hukukunda yer alan bir diğerkavrama da değirmek gerekmektedir. İşlam Hukukunda adi ortaklık kurumuna karşılık olarak “*musarakah*” kurumu bulunmaktadır. *Musarakahta* hem risk hem de kâr ortaklar tarafından paylaşılmaktadır. Bu yönüyle *musarakah*, mudaraba kurumundan ayrılmakta ve adi ortaklık (*joint venture*) kurumuna yaklaşmaktadır. Mudarabayı adi ortaklıktan ayıran en önemli zelliğiyarar riskinin yalnızca yatırımcı üzerinde olması, kârın ise hem yatırımcı hem de girişimci tarafından paylaşılmasıdır. Bu bakımdan mudarabanın bir kurum olarak girişim sermayesine benzediğini ifade etmek yanlış olmayacaktır. Mudaraba sözleşmesinde yatırımcı olarak tanımladığımız kişiye rabblmal, girişimciye de *mudarip* denmektedir³⁶².

Mudaraba ilk ortaya çıktığı dönemlerde daha çok elinde finansal kaynak olan ancak hastalık, yaşlılık gibi sebeplerle bu kaynağı işletemeyen kişilerin sahip olduğu finansal kaynağı işletebilmesine imkân saėlamıřtır³⁶³. Bu yönüyle mudaraba finansal varlığı olanın, varlığını bu konuda gvendiğı bir kişiye ticaret yapması maksadıyla devrettiğı bir vekâlet ilişkisi olarak tanımlanabilir³⁶⁴.

Yukarıdaki tanımda da belirtildiğı üzere mudaraba sözleşmesinin sermaye ve emek/çalışma olmak üzere iki temel unsuru bulunmaktadır. Nelerin mudaraba sözleşme kapsamında sermaye olarak kabul edilebileceğı İşlam hukukçuları arasında uzunca süreler tartışılmıştır. Büyük çoğunlukla kabul edilen görüşe göre, bir varlığın mudaraba sözleşmesi kapsamında sermaye olarak kabul edilebilmesi için söz konusu

³⁶⁰ Al-Amine, M. & Al-Bashir, M. (2012). *Global Sukuk and Islamic Securitization Market. Financial Engineering and Product Innovation*, Brill NV, Boston. s. 226; Shahrudin, A. (2010). *A Study on Muārabah in Islamic Law and its Application in Malaysian Islamic Banks*. University of Exeter Yayınlanmamış Doktora Tezi. s. 97.

³⁶¹ Shahrudin, age. s. 97. İnanır, A. (2020). “16. ve 18. Asırlarda Osmanlı Fetva Literatüründe Mudarebe Ortaklığı” *Eskiyeini* 40, 37-72.

³⁶² elik, İ. (2017). “Meşru Bir Yatırım Aracı Olarak Mudarebe ve Günümüzde Kullanımı.” *Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(3), 381-396.

³⁶³ Köse, M. (2002). “Ticaret Hukuku Tarihi Açısından Mudarebe ve Commenda Ortaklıklarının Etkleşimi Hakkında Bir Deneme.” *Atatürk Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 0 (17), 145-171.

³⁶⁴ Köse, agm, s. 164.

varlığın para ile ilgili olması yani bir tedavül değerinin olması gerekmektedir³⁶⁵. Bu kapsamda para, altın veya gümüş neredeyse bütün dönemlerde sermaye olarak kabul edilmiştir³⁶⁶. Borç ve parasal yönü olmayan mal varlıkları ise sermaye olarak kabul edilmemiştir³⁶⁷.

Mudaraba sözleşmesinde tarafların birbirlerine karşı bir kısım yetki ve sorumlulukları bulunmaktadır. Genel kabul edilen görüşe göre yatırımcı, mudaraba sözleşmesinde yatırıma ilişkin (belirli bir vakitte, belirli bir şehirde yapılması gibi) bir kısım şartlar getirilebilir³⁶⁸. Mudarip yani girişimci bakımından söz konusu olan yetki ve sorumluluklar ise tarafların arasındaki ilişkinin niteliğine bağlıdır. Mudaribin aldığı yetki mutlak, genel veya özel olabilir. Girişimci mutlak yetki ile yetkilendirildiğinde, kâr elde edebilmek için ticari teamüller çerçevesindeki bütün işlemleri yapmaya yetkilidir³⁶⁹. Bu kapsamda mudaribin sermaye üzerinde mutlak bir hâkimiyetinden bahsedilebilecektir ancak bu mutlak hâkimiyetin sınırı mudaraba sözleşmesinin amacı olan yatırımcının kâr elde etmesidir³⁷⁰. Mudaraba sözleşmesinin genel yetkili olması ile mudarip, şahsi mal varlığı ile kendisine sözleşme kapsamında teslim edilmiş olan mal varlığını karıştırma imkânına da sahip olabilecektir³⁷¹. Son olarak, özel yetkili sözleşmede de sermayenin bir başkasına borç olarak verilmesi gibi bir kısım iş ve işlemler için sözleşme kapsamında özel yetki verilmesi aranmaktadır³⁷². Bu tür sözleşmelere ise özel yetkili mudaraba ismi verilmektedir.

Mudaraba sözleşmelerinde yapılan yatırım neticesinde elde edilecek olan olası kârın girişimci ve yatırımcı arasında paylaşımına ilişkin esaslar öncelikli olarak düzenlenmekte ve yatırımcı bakımından kâr elde edilmesine yönelik bir garanti verilmemektedir³⁷³.

³⁶⁵ Shahrudin, age, s. 117.

³⁶⁶ Köse, agm, s. 164.; Shahrudin, age, s. 117.

³⁶⁷ Sapuan, N. M. (2016). "An Evolution of Mudarabah Contract: A Viewpoint From Classical and Contemporary Islamic Scholar" *Procedia Economics and Finance* 35, 349-358.

³⁶⁸ Kalkan, C. (2020). *Mudarebe Sözleşmesinde Kâr*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, s. 41.

³⁶⁹ Kalkan, age, s. 42.

³⁷⁰ Kalkan, age, s. 42.

³⁷¹ Kalkan, age, s. 44.

³⁷² Kalkan, age, s. 45.

³⁷³ Aktaş, M. M. (2016). "Ortaklığa Dayalı İslami Yapılandırılmış Finansman Ürünü: Muşaraka Sukuk" *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Afro-Avrasya Özel Sayısı. 467-487.

Mudaraba, modern girişimcilik finansmanı yöntemlerinden olan girişim/risk sermayesi ile önemli benzerlikler göstermektedir. Öncelikle, her iki sistemde de bir tarafta fona ihtiyaç duyan bir girişimci, diğer tarafta ise risk iştahı yüksek olan ve elindeki finansal kaynağı geleneksel yatırımlar yerine yeni girişim ya da girişimcilere yatırmak isteyen bir sermayedar bulunur. Yani her iki sistem bakımından tarafların aynı olduğundan bahsedebiliriz. Mudaraba ve girişim sermayesi arasındaki bir diğer önemli benzerlik ise her ikisinin de yatırımcıya herhangi bir kâr vaat etmemesi ve yatırımcının yapmış olduğu yatırım karşısında herhangi bir teminat talep etmemesidir. Her iki sistem de de yatırımcı aktaracağı fonun kullanımına çeşitli sınırlar getirebilmektedir.

Bu iki sistemin birçok önemli benzerliği olsa da fonksiyonel olarak birbirinden ayrıldığı çok önemli noktalar olduğunu da ifade etmek gerekmektedir. Bu çalışmanın ikinci bölümünde daha detaylı olarak açıklanacağı üzere girişim sermayesi fonları tarafından yapılan yatırımın girişimciler bakımından yegâne faydası ya da fonksiyonu finansal destek sağlanması değildir. Finansal destek sağlanmasına ilave olarak girişim sermayesi fonları tarafından yapılan bir yatırımın, söz konusu girişim açısından bir akreditasyon etkisi, ulusal ve uluslararası itibar sağlaması, yönetim desteği sağlaması gibi son derece önemli faydaları bulunmaktadır. Ayrıca, mudaraba sisteminde yatırımın herhangi bir işe yapılması mümkündür. Yani yatırımın konusu bir restoran olabileceği gibi bir büfe dahi olabilecektir. Girişim sermayesi bakımından ise yatırımın, büyük oranda, teknoloji odaklı ve yüksek büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere yapılması gerekmektedir.

Bütün bu farklılıklara rağmen mudarabanın girişimciliğin finansmanı yöntemlerinden biri olarak işlev görmesi önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır. Bu kapsamda, İslami finans kuruluşlarının bir girişim sermayesi fonu gibi faaliyet göstermesinin mümkün olduğunu ifade edebiliriz³⁷⁴. Bununla birlikte özellikle Türk katılım bankalarında mudaraba çok yaygın olarak

³⁷⁴ Kumaş, M.S., & Abdullayev, E. (2016) “Bir Finansman Modeli Olarak Mudarebenin Faizsiz Bankacılıkta Etkin Şekilde Kullanılması Sürecinde Sivil Toplum Örgütlerinin Aktif Rol Üstlenmesi”. *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 67-87.

kullanılmamaktadır. Türkiye’de katılım bankalarının kullandığı toplam fonların içerisinde mudarabaya ayırdığı fon payı %1’in altında seyretmektedir³⁷⁵.



³⁷⁵ Er, B., Şahin, Y. E., & Mutlu, M. (2015) “Girişimciler İçin Alternatif Finansman Kaynakları: Mevcut Durum ve Öneriler.” *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 1(1), 31-54.



İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

I. Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Unsurları

A. Girişim Sermayesi Kavramı

Girişim sermayesi konusunu detaylı olarak incelemeden önce, kavramsal gelişimine bakmanın faydalı olacağı kanaatindeyiz. Girişim sermayesi, Türk Hukuku'nda terminolojik olarak birden fazla isim altında anılmaktadır. Girişim sermayesi için risk sermayesi, risk kapitali, cesaret sermayesi³⁷⁶ gibi isimler de yaygın olarak kullanılmaktadır³⁷⁷.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na 2007 yılında yapılan eklemede risk sermayesi terimi kullanılmıştır. Bununla birlikte, 2012 yılında yürürlüğe girmiş olan SPKn'da girişim sermayesi terimi tercih edilmiştir. SPKn'nun gerekçesinde bu terminoloji değişikliğine ilişkin herhangi bir açıklama bulunmamaktadır. Kanaatimizce bu terminoloji değişikliği, SPKn'da yer alan girişim şirketi tanımından kaynaklanmaktadır. 6 Kasım 1998 tarihinde yayımlanan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, bir "girişim şirketi" tanımını ihtiva etmesine rağmen bu şirketlere yapılan yatırımı bir "risk sermayesi" yatırımı olarak isimlendirilmiştir. 2013 yılında yayımlanmış olan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ise, girişim şirketi tanımını korumuş ve bununla birlikte bu şirketlere yapılan yatırımları da girişim sermayesi yatırımı olarak isimlendirmiştir.

SPKn'da yapılan bu terminoloji değişikliği ile girişim sermayesi kavramı bir çatı kavram olarak hem risk sermayesini (*venture capital*) hem de özel sermayeyi (*private equity*) kapsayacak şekilde düzenlenmiştir³⁷⁸. Bu iki kavram arasındaki temel farklar tezin ileri aşamalarında açıklanacaktır. Tez kapsamında da SPKn diline uygun olarak girişim sermayesi terimi kullanılacaktır.

³⁷⁶ Şenyuva, A. (1990). *Cesaret Sermayesi*. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, s. 1.

³⁷⁷ Tuncel, K. (2000). *Risk Sermayesi Finansman Modeli: Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, s. 2.

³⁷⁸ Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Bilgilendirme Rehberi*. <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/71>

Girişim sermayesi için öğretilerde birçok farklı tanımın yapıldığı görülmektedir. *Black* ve *Gibson* girişim sermayesini, özelleşmiş girişim sermayesi organizasyonları tarafından, ürün geliştirme veya büyüme için finansmana ihtiyaç duyan yüksek büyüme potansiyeli ve yüksek risk içeren, çoğu zaman yüksek teknoloji alanında faaliyet gösteren şirketlere ve doğası gereği borç değil pay karşılığı yapılan yatırım olarak tanımlamaktadır³⁷⁹. Türk öğretisinde en çok kabul edilen tanımlardan biri ise *Aydın ve Baş*³⁸⁰ tarafından yapılmıştır. Buna göre girişim sermayesi, “*profesyonel, finansal aracı kuruluşlar aracılığı ile gelecek vaat eden şirket veya projelere yapılan riskli sermaye yatırımlarıdır.*”

Finansal bir bakış açısı ile girişim sermayesi; genç, yüksek teknoloji şirketlerine, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve/veya fonları tarafından yönetim ve denetim desteği ile birlikte, pay veya benzer finansal araçlar karşılığında yapılmış olan yatırımı ifade etmektedir³⁸¹. İleride detaylı olarak açıklayacağımız üzere bu tanım, girişim sermayesi yatırımlarını sadece profesyonel ve aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılan yatırımlarla sınırlaması bakımından eksiktir. Girişim sermayesi sadece profesyonel ve aracı kuruluşlar tarafından yapılan yatırımları değil, profesyonel olsun ya da olmasın girişim şirketine yapılan bütün yatırımları kapsamaktadır.

Uygulamada yapılan tanımlara baktığımızda ise yine çok benzer ifadelerin öne çıktığını görüyoruz. İngiltere Girişim Sermayesi Derneği’nin (*British Private Equity and Venture Capital Association*) tanımına göre girişim sermayesi, büyüme potansiyeli olan erken aşama şirketlere yapılan yatırım olarak tanımlanmıştır³⁸². Benzer şekilde ABD’de faaliyet gösteren Ulusal Girişim Sermayesi Derneği (*National Venture Capital Association*) girişim sermayesini, geleneksel banka finansmanı ile finanse edilemeyen, pazardaki yerleşik ürünleri veya hizmetleri tehdit eden, olgunluğa erişmesi için 5 ile 8 yıl (veya daha uzun) arası süre gereken fikirlere

³⁷⁹ Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). “Venture Capital Structure of Capital Markets; Banks Versus Stock Markets.” *Journal of Financial Economics*, 47, 243–277.

³⁸⁰ Aydın, O., Baş, İ. M. (1993). *2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi*. Ankara: 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri, Cilt: 1, 1-21.

³⁸¹ Schertler, A. (2006). *The Venture Capital Industry in Europe*. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. s 1.

³⁸² British Venture Capital Association- FAQs in Venture Capital <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital> (e. t. 1 Şubat 2021).

sahip yenilikçi ve gelecek vadeden şirketlere, kurumsal ve profesyonel şirketler tarafından yapılan yatırım olarak açıklanmaktadır³⁸³.

Bu tanımlar birbirinden farklı görünse de özünde benzer bileşenlerden oluşmaktadır. Yukarıdaki tanımlar çerçevesinde girişim sermayesinin en önemli unsurlarının kurumsal ve profesyonel girişim sermayesi şirketleri veya fonlarının³⁸⁴, yüksek büyüme potansiyeli gösteren erken aşama şirketlere, pay veya benzer finansal araçlar karşılığı yaptığı yatırım olduğu görülmektedir. Bu çerçevede bir yatırımı, girişim sermayesi yatırımı olarak tanımlayabilmek için bu yatırımın erken aşama, gelecek vadeden bir şirkete yapılması ve pay karşılığı yapılması gerekmektedir. Bu bakımdan, girişim şirketinin gelecek vadetmesi ve erken aşamada olması, girişim sermayesi tanımı bakımından son derece önemlidir.

Bununla birlikte, SPK tarafından çıkarılmış olan GSYO Tebliği³⁸⁵ ve GSYF Tebliği'nde³⁸⁶ yer alan girişim şirketi tanımının, girişim şirketinin erken aşamada olması özelliğini göz ardı etmesi sebebiyle, eksik olduğunu söylemek mümkündür. Gerçekten, hem GSYO Tebliği hem de GSYF Tebliği, girişim şirketini nitelendirirken büyüme potansiyeline, yüksek getiri beklentisine ve kaynak ihtiyacına vurgu yapmış ancak şirketin bulunması gereken aşamayı düzenlememiştir. Bu tanım çerçevesinde, herhangi bir şekilde büyüme potansiyeli ve kaynak ihtiyacı içerisinde olan, örneğin bir inşaat şirketi, bir şirkete yapılan yatırım da girişim sermayesi yatırımı olabilecektir. Bu çerçevede, GSYO Tebliği'nde ve GSYF Tebliği'nde yer alan girişim sermayesi tanımının yanlış sonuçlara yol açabilecek eksiklikler taşıdığını belirtmek gerekir.

Girişim sermayesinin sıklıkla teknoloji girişimlerine yönelik olması gerektiği ifade edilse³⁸⁷ de girişim sermayesinin tanımı ve niteliği gereği bu yönde herhangi bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bununla birlikte, pratikte girişim sermayesi yatırımlarının büyük çoğunluğu teknoloji alanında gerçekleşmektedir.

³⁸³ National Venture Capital Associations. "What is VC - National Venture Capital Association" <https://nvca.org/about-us/what-is-vc/> (e. t. 1 Şubat 2021).

³⁸⁴ Girişim sermayesi yatırımlarının sadece bu şirketler ve fonlar tarafından yapılmadı tezin ilerideki kısımlarında detaylı olarak incelenmektedir.

³⁸⁵ GSYO Tebliği m. 3/1(f).

³⁸⁶ GSYF Tebliği m. 3/1(f)'nin gönderilmesi ile GSYF m. 18/1.

³⁸⁷ Zaimoğlu, T. (1995). *Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, s. 4.

Profesyonel girişim sermayesi ortaklıkları tarafından yapılmayan bir yatırım genellikle bir melek yatırımı ya da kurumsal girişim sermayesini, gelecek vadeden erken aşama bir şirkete yapılmayan bir yatırım ise genellikle bir özel sermaye yatırımını ifade etmektedir. Pay karşılığı yapılmayan bir yatırım ise genellikle bir borçlandırma işlemini ifade etmektedir.

Bu çerçevede girişim sermayesini, özellikle teknoloji alanında faaliyet gösteren yüksek risk içeren girişimlere, pay karşılığında yapılan ve riskli yatırım neticesinde yüksek bir getiri elde etme amacı taşıyan, dış bir finansman ve yatırım yöntemi olarak tanımlamak mümkündür³⁸⁸.

B. Girişim Sermayesi Tarihçesi

Girişim sermayesi ile ilgili kısa bir tarihçe bilgisi konunun öneminin anlaşılması bakımından faydalı olacaktır. Bugün girişim sermayesi olarak adlandırdığımız kavrama benzer kavramların, tarihte de bulunduğu bilinmektedir. Antik çağlardan itibaren insanlar dini, sosyal veya ticari gerekçelerle benzer kavramlar altında faaliyet göstermektedirler. Taraflardan birinin sermaye diğerinin ise emeğini ortaya koyduğu sözleşme modeli, ticaretin finansmanı açısından en eski ve en bilinen yöntemlerden biridir³⁸⁹.

Girişim sermayesinde; taraflardan birinin sermaye, diğerinin işçilik, teknik bilgi ve *know-how* ortaya koyduğu dikkate alındığında, girişim sermayesine benzer finansman modellerinin tarihteki medeniyetler tarafından uygulanıyor olmasını son derece olağan karşılamak gerekir.

Asur, Antik Roma, Bizans, Orta Çağ İtalyası, Yahudi toplumları ve Müslümanlar tarihte girişim sermayesine benzeyen kurumları kullandıkları bilinen medeniyetlerdir. Asurluların, riski paylaşdırmak için oluşturdukları sermaye havuzu ile sermaye şirketine ve girişim sermayesine benzeyen “*naruqqum*” adını verdikleri yapılar kullandıkları bilinmektedir³⁹⁰. Romalılar tarafından kullanılan “*sea loan*” (*faenus nauticum*), girişimcilere finansman sağlamak üzere kurgulanmış olan

³⁸⁸ C. R. Gavin. (1998). *Venture Capital Investment: An Agency Analyses of Practice*. London: Routledge Studies in the Modern World Economy. s. 14-15.

³⁸⁹ Pryor, John H. (1977). “The Origins of the Commenda Contract.” *Speculum*. 52 (1), 5–37.

³⁹⁰ Hawk, B. (2015). *Law and Commerce in Pre-Industrial Societies*. Brill&Nijhoff. s. 230.

sözleşmesel ilişkilerin en eski örneklerinden birini teşkil etmektedir³⁹¹. Bizans döneminde ortaya çıkan ‘chreokoinonia’ temel olarak taraflardan birinin sermaye diğerinin emek ortaya koyduğu adı bir ortaklık türünü ifade etmektedir³⁹². Onuncu yüzyılda İtalya’da geliştirilmiş olan “*commenda*” ise, yatırımcı bir ortak ile genellikle yurtdışında girişimlerde bulunan girişimci ortak arasında akdedilmiş olan sözleşmeyi ifade etmektedir³⁹³. Daha çok dini gerekçelerle Museviler tarafından kullanılmış olan “*isqa*” yarı kredi, yarı girişim sermayesi yatırımı olarak kurgulanmış olan ve Babil Talmudu’nda düzenlenmiş olan bir finansman yöntemidir³⁹⁴. İslam hukukunda ise yine dini gerekçelerle, mudaraba (*qirad*) adı verilen bir finansman metodu kullanılmaktadır. Mudaraba, bir işi yapmak üzere taraflardan birinin sermaye diğerinin ise işçilik, teknik bilgi veya bir konudaki uzmanlığını koyduğu ve iş sonunda iki tarafın da kâr elde etme amacı taşıdığı sözleşmeyi ifade etmektedir³⁹⁵.

Tarihsel süreç içerisinde ortaya çıkmış olan bu örneklerin tam anlamıyla bir girişim sermayesi olduğunu savunmak güçtür. Bununla birlikte söz konusu örnekler, sermaye sahiplerinin girişimcinin riskine iştirak ederek girişimi ve girişimciyi finanse etmesinin tarih boyunca bir ihtiyaç olduğunu ve toplumların gelişmesinde son derece önemli bir rol oynadığını ortaya koymaktadır.

Bununla birlikte modern girişim sermayesinin öncülleri 18. yüzyılın sonu ve 19. yüzyılın başlarında ortaya çıkmaya başlamıştır³⁹⁶. Girişim sermayesinin bugünkü anlamdaki ilk örneği ise ilk modern ve profesyonel yönetilen, İngiltere’deki küçük fakat büyüme potansiyeli gösteren girişimlere özel fon sağlayan Charterhouse’ın kuruluşu ile meydana gelmiştir³⁹⁷.

³⁹¹ Hoover, C. B. (1926). “The Sea Loan in Genoa in the Twelfth Century”. *The Quarterly Journal of Economics*, 40(3), 495-529.

³⁹² Pryor, agm, 23-24.

³⁹³ Pryor, agm, 19-20.

³⁹⁴ Pryor, agm, 26.

³⁹⁵ S. Muhammad Yusuf. (2013). *Islamic Commercial Law*. Wiley Publishing, s. 111.

³⁹⁶ Lorenz, T. (1989). *Venture Capital Today: A Practical Guide To Venture Capital Market*. (2. Baskı). Woodhead-Faulkner, s. 6.

³⁹⁷ Lorenz, age, s. 7.

ABD’de ilk girişim sermayesi şirketi 1946’da kurulmuş olan American Research and Development Corporation (ARD)’dir³⁹⁸. Bu şirket, MIT başkanı Karl Compton, Massachusetts Yatırımcı Fonu Başkanı Merrill Griswold, Boston Merkez Bankası Başkanı Ralph Flanders ve Harvard İşletme Okulu öğretim görevlisi Georges Doriot tarafından II. Dünya Savaşı’nda ortaya çıkmış olan teknolojilerin ticari uygulamalarını finanse etme amacıyla kurulmuştur³⁹⁹. ARD Şirketi ilk yatırımını, 1947 yılında X-Ray teknolojisinin kanser tedavisinde kullanılmasını amaçlayan Voltage Mühendislik Şirketi’ne yapmıştır. Aynı yıl, ilgili dönemde ABD’nin sayılı zenginlerinden sayılan Jock Whitney, 5 milyon dolar tutarındaki yatırımı ile ABD’nin ilk girişim sermayesi şirketlerinden biri olan J.H. Whitney&Company’i kurmuş⁴⁰⁰ ve bu ortaklık neticesinde “venture capital” terimi doğmuştur⁴⁰¹.

1970’lerin ortalarına kadar girişim sermayesi şirketleri çok sınırlı sayıda kalmış ve çok minimal bir büyüme gösterebilmiştir⁴⁰². 1970’lerin ortalarından itibaren ise hem ABD hem de İngiltere girişim sermayesi pazarı ciddi bir büyüme göstermiştir⁴⁰³. 1972 ile 1992 arasında sadece ABD’de girişim sermayesi yoluyla yeniliğe ve işgücü yaratmaya kaynaklık eden 962 halka açık şirket kurulmuştur⁴⁰⁴. Aralarında Apple Bilgisayar, Compaq Bilgisayar, Federal Express, Intel, Microsoft, Quantum, Starbucks, Sun Microsystems gibi dünya devlerinin yer aldığı bu şirketlerin 1993 yılı itibarıyla satışı 74 milyar doları, piyasa değeri 88 milyar doları bulmuştur⁴⁰⁵. 2021 yılı rakamlarına baktığımızda sadece Apple Bilgisayar’ın piyasa değerinin 2 trilyon doların üzerinde⁴⁰⁶, sadece Microsoft’un piyasa değerinin ise neredeyse 2 trilyon dolar⁴⁰⁷ olduğu düşünüldüğünde bu şirketlerin bugünkü toplam piyasa değerinin ölçeği ve dünya ekonomisi bakımından taşıdıkları önem daha net anlaşılabilecektir.

³⁹⁸ Gompers, P. A. (1994). “The Rise and Fall of Venture Capital”. *Business and Economic History*, 23, 1-26.

³⁹⁹ Gompers, The Rise and Fall of Venture Capital, s. 5.

⁴⁰⁰ <https://www.corporativewire.com/top-story.html?id=the-history-of-private-equity-venture-capital> (e. t. 22 Mart 2021).

⁴⁰¹ <https://steveblank.com/2009/10/26/the-secret-history-of-silicon-valley-11-the-rise-of-%E2%80%9Ccrisk-capital%E2%80%9D-part-1/> (e. t. 22 Mart 2021).

⁴⁰² Lorenz, age, s. 7.

⁴⁰³ Lorenz, age, s. 7.

⁴⁰⁴ Gompers, The Rise and Fall of Venture Capital, s. 3.

⁴⁰⁵ Gompers, The Rise and Fall of Venture Capital, s. 3.

⁴⁰⁶ <https://www.ft.com/content/ef09a97a-fcea-44d7-a5c0-5dc67becf286> (e. t. 22 Mart 2021).

⁴⁰⁷ <https://finance.yahoo.com/quote/MSFT/> (e. t. 22 Mart 2021).

Gelmiş olduğumuz aşamada, girişim sermayesi neredeyse dünyanın her yerinde uygulaması olan, yerel mevzuat kapsamına alınmış ve ülkelerin ekonomileri bakımından hayati derecede önemli hale gelmiş olan bir girişimciliğin finansman yöntemi haline gelmiştir. Özellikle finansal ve bankacılık krizleri ile birlikte ortaya çıkan kredi sorunları gibi sebeplerle de girişim sermayesi, bir sektör olarak, büyümesini ve gelişimini hızlı bir şekilde devam ettirmektedir.

C. Girişim Sermayesi Pazarı

Girişim sermayesi pazarını incelerken, bu alanda önemli mesafe kat etmiş olan ve girişim sermayesinin merkezi olarak nitelendirilebilecek ülkeleri, ayrıca değerlendirmek gerekmektedir. Gerçekten bugün için girişim sermayesi, başta ABD, Birleşik Krallık ve AB olmak üzere, gelişmiş ülkelerde çok yaygın olarak kullanılmakta ve bunun neticesinde önemli pazar büyüklüklerine ulaşılmaktadır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde ise girişim sermayesi, göz ardı edilemeyecek şekilde büyümekte ve girişimciler için temel finansman kaynağı halini almaktadır.

1. Küresel girişim sermayesi pazarları

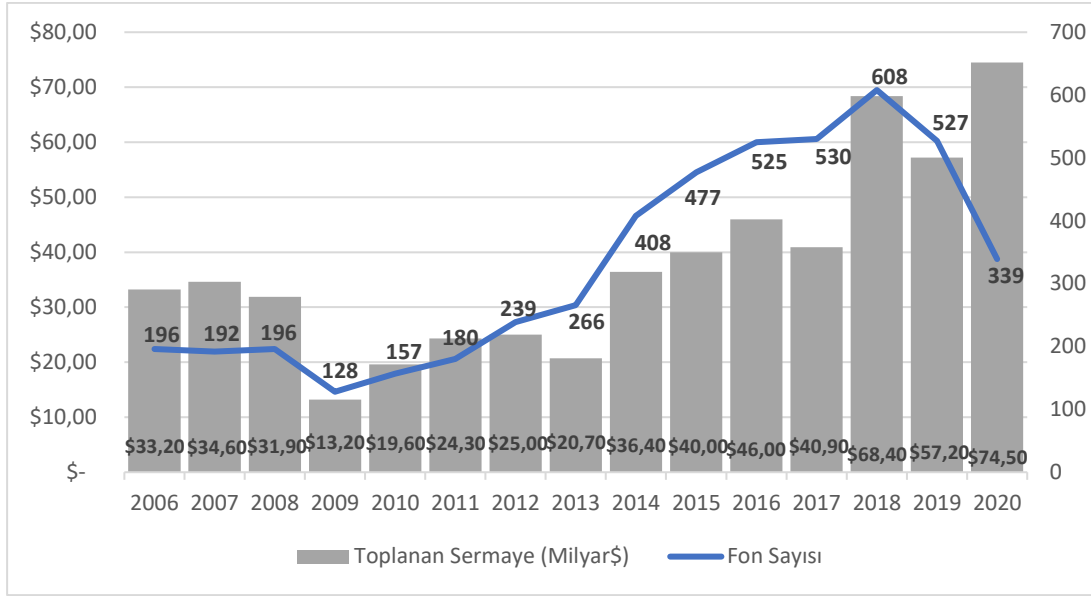
Crunchbase tarafından yapılan hesaplama göre 2010 ile 2019 yılları arasında yapılmış olan global girişim sermayesi yatırımı yaklaşık 1,5 trilyon dolar olmuştur.⁴⁰⁸ NVCA tarafından yayımlanan 2021 göre, 2020 yılı içerisinde, Covid 19 salgının olumsuz etkilerine rağmen, fon toplama, yatırım ve çıkışlar bakımından önemli olarak nitelendirilebilecek bir yıl geçirmiştir⁴⁰⁹. Söz konusu rapora göre, 2020 yılı içerisinde 339 ABD Girişim Sermayesi fonu 74,5 Milyar ABD Doları tutarında işlem yapmıştır⁴¹⁰.

NVCA'nın 2021 Yıllığı'nda yer alan 2006-2020 ABD girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin tablo ise aşağıdaki şekildedir:

⁴⁰⁸<https://news.crunchbase.com/data/the-q4-eoy-2019-global-vc-report-a-strong-end-to-a-good-but-not-fantastic-year/> (e. t. 22 Mart 2021).

⁴⁰⁹National Venture Capital Association. (2021). NVCA 2021 Year Book. s.5-6. <https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf> (e. t. 22 Mart 2021).

⁴¹⁰NVCA 2021 Year Book, s.6.



Şekil 3.1. ABD girişim sermayesi yatırımları

Bu tablodan da anlaşılacağı üzere, ABD girişim sermayesi fonları sayı olarak dalgalanmalar gösterse de yapılan yatırım sürekli bir artış göstermektedir. Yine NVCA 2021 Yıllığına göre, 2020 yılı içerisinde ABD’de yapılan girişim sermayesi yatırımları global girişim sermayesi yatırımlarının yaklaşık %51’ine denk gelmiş ve 2019’da %49 olan oranı geçmiştir⁴¹¹.

ABD’de yapılan girişim sermayesi yatırımlarının global girişim sermayesi yatırımlarının yarısına denk geliyor olması, ABD’nin girişim sermayesi sektörü bakımından önemini ortaya koymaktadır.

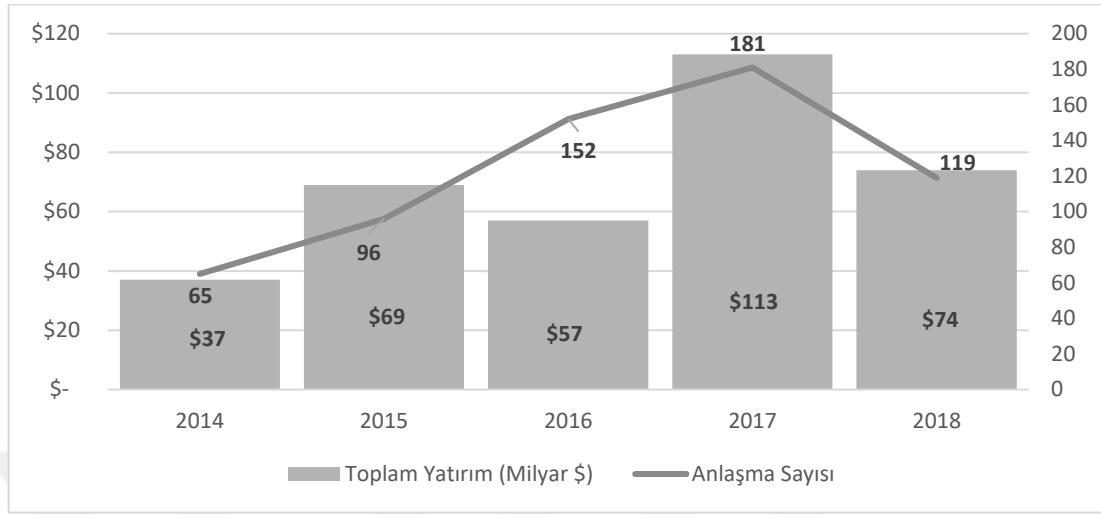
Girişim sermayesini AB özelinde değerlendirecek olursak, yine önemli rakamlar karşımıza çıkmaktadır. 2012’den itibaren başlayan süreçte AB girişim sermayesi pazarı sürekli bir büyüme göstermektedir⁴¹². Crunchbase tarafından sağlanan bilgiye göre, son 5 yıl içerisinde AB genelinde toplam 122 milyar dolar değerinde girişim sermayesi yatırımı yapılmıştır⁴¹³. Yine Crunchbase tarafından sağlanan ve aşağıda yıllara sâri olarak grafik halinde verilmiş olan bilgiye göre, 2019

⁴¹¹ NVCA 2021 Year Book, s.7.

⁴¹² European Court of Auditors (2019). “Special Report: Centrally Managed EU Interventions for Venture Capital: In Need of More Direction.” https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR19_17/SR_Venture_capital_EN.pdf (e. t. 20 Haziran 2022).

⁴¹³ <https://news.crunchbase.com/venture/european-venture-report-vc-dollars-rise-in-2019/> (e. t. 20 Haziran 2022).

içerisinde AB genelinde yaklaşık 36 milyar dolar değerinde toplam 4275 girişim sermayesi yatırımı yapılmıştır⁴¹⁴.



Şekil 3.2. AB girişim sermayesi yatırımları

Girişim sermayesi pazarı bakımından AB içerisinde olmayan Singapur, İsrail, Kanada, İsviçre gibi ülkeler, nüfusa göre yapılan yatırım oranları dikkate alındığında, önemli pazar büyüklüğüne ulaşmıştır⁴¹⁵. Özellikle, İsrail ve Singapur gibi birkaç ülkenin, girişim sermayesi alanında çok büyük bir pazar haline dönüştüğü ve yatırımın nüfusa oranı dikkate alındığında dünyanın önde gelen ülkeleri arasında girdiği de ayrıca dikkat çekmektedir.

2. Türkiye girişim sermayesi pazarı

Türkiye’de girişim sermayesi fon büyüklüğü global muadilleri ölçeğinden çok uzak olmasına rağmen süreç içerisinde önemli gelişme göstermektedir. Özellikle dünya çapında başarı yakalamış olan Peak Games, Trendyol gibi birkaç örneğin akabinde Türk girişimcilik ekosistemi önemli bir ivme kazanmış ve dünya çapında dikkat çekmeye başlamıştır.

⁴¹⁴ <https://news.crunchbase.com/venture/european-venture-report-vc-dollars-rise-in-2019/> (e. t. 20 Haziran 2022).

⁴¹⁵ Global VC Investment Index. <https://www.ko2.co.uk/global-vc-investment-index/> (e. t. 13 Mayıs 2023).; <https://news.crunchbase.com/startups/countries-most-startup-investment/> (e. t. 13 Mayıs 2023).; OECD. (2023). “What are the Top OECD Destinations for Start-up Talents” <https://www.oecd.org/migration/mig/What-are-the-top-OECD-destinations-for-start-up-talents-Migration-Policy-Debates-March-2023.pdf> (e. t. 13 Mayıs 2023).

Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi Başkanlığı verilerine göre, Türkiye girişim sermayesi pazarı 2018’de 64 milyon dolar, 2019’da 103 milyon dolar olmuştur⁴¹⁶. Startups.watch tarafından sağlanan verilere göre ise, 2017’de 113 milyon dolar değerinde 181 girişim sermayesi işlemi, 2018’de 74 milyon dolar değerinde 119 girişim sermayesi işlemi, 2019’da 106 milyon dolar değerinde 114 girişim sermayesi işlemi, 2020’de 139 milyon dolar değerinde 165 girişim sermayesi işlemi⁴¹⁷, 2021’de 1,891 milyar dolar değerinde 341 girişim sermayesi işlemi, 2022’de 1,362 milyar dolar değerinde 348 girişim sermayesi işlemi ve nihayet 2023’de 722 milyon dolar⁴¹⁸ değerinde 325 girişim sermayesi işlemi gerçekleşmiştir⁴¹⁹. Bu rakamlar ülkenin ve dünyanın içerisinde bulunduğu ekonomik duruma göre her yıl ciddi dalgalanmalar göstermektedir. Bununla beraber, girişim sermayesi yatırımlarının işlem sayısı, işlem hacmi ve önem bakımından artış gösteren bir grafik çizdiğini söylemek mümkündür.

Bu noktada Türkiye’nin en büyük üç girişim sermayesi işlemine değinmek, girişim sermayesinin Türkiye için sahip olduğu önemi göstermesi bakımından gereklidir. Haziran 2020’de yaklaşık 10 yıllık bir mobil oyun şirketi olan Peak Games 1,8 milyar dolar yatırım almış ve böylece Türkiye’nin ilk “*unicorn*” şirketi⁴²⁰ olmuştur⁴²¹. Türkiye’nin 2,6 milyar dolar değerlemeyle ikinci *unicorn* sıfatını kazanan şirket ise 2015 yılında kurulan bir online sipariş platformu olan Getir’dır⁴²². Bu tezin yazıldığı sırada, Türkiye’nin üçüncü *unicornu* ve birinci “*decacorn*”u⁴²³ bir

⁴¹⁶ “Presidency of Republic of Turkey Investment Office. (2023). *The State of Turkish Start-up Ecosystem: An In Depth Analysis and Evaluation*. <https://www.invest.gov.tr/en/library/publications/lists/investpublications/the-state-of-turkish-startup-ecosystem.pdf> (e. t. 13 Mayıs 2023).

⁴¹⁷ Startup Watch (2021). Turkish Startup Ecosystem. 2020 Year In Review. V3.2. Startups.watch. <https://blog.startups.watch/2020-year-in-review-turkish-startup-ecosystem-7834596297a5> (e. t. 13 Mayıs 2023).

⁴¹⁸ Paya dönüştürülebilir tahvillerin ve kripto paralar ile yapılan yatırımların eklenmesiyle bu rakam 2023 için 889 Milyon ABD Dolarına ulaşmaktadır.

⁴¹⁹ Startup Watch (2024). Turkish Startup Ecosystem. 2023 Year In Review, v. 1.4. <https://startups.watch/reports> (e.t. 13 Şubat 2024). s. 11.

⁴²⁰ Girişimcilik literatüründe değerlemesi 1 Milyar ABD Dolarını geçen şirketlere çok ender bulunmaları dolayısıyla mitolojik tek boynuzlu attan müllhem olarak unicorn denmektedir. Türkçe çevirisi tek boynuzlu at olan unicorn, bu tezde girişimcilik dünyasında kullanıldığı haliyle kullanılacaktır.

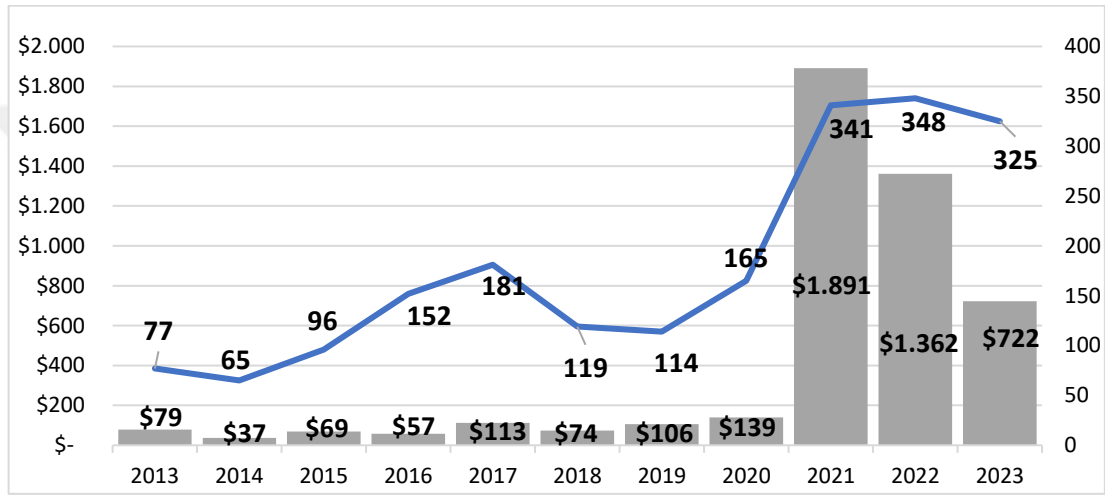
⁴²¹ <https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-52940564> (e. t. 13 Mayıs 2023).

⁴²² <https://www.ntv.com.tr/ekonomi/getir-300-milyon-dolarlik-yeni-bir-yatirim-aldi,GLjLuQegpEuQflZt2C4zoQ> (e. t. 13 Mayıs 2023).

⁴²³ Decacorn ise değeri 10 Milyar Doları geçen girişim şirketleri için kullanılan bir girişimcilik terimidir. <https://www.dictionary.com/e/tech-science/decacorn/> (e. t. 13 Mayıs 2023).

çevrimiçi alışveriş platformu olan Trendyol olmuştur⁴²⁴. Trendyol'un piyasa değeri Nisan 2021 itibariyle 11 Milyar ABD Dolarına ulaşmıştır. Bu değer ile Trendyol Türkiye'de kurulu bütün şirketleri geçerek Türkiye'nin en değerli şirketi haline gelmiştir. Bu büyüklüğün daha kolay anlaşılması için bir örnek vermek gerekirse, Türkiye'nin halka arz edilmiş en değerli şirketi olan Koç Holding'in Nisan 2021 itibariyle piyasa değeri yaklaşık 6 milyar dolardır.

Türkiye girişim sermayesi yatırımlarının yıllar içerisindeki gelişimi aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.



Şekil 3.3. Türkiye girişim sermayesi yatırımları

Türkiye özelinde ayrıca değinilmesi gereken konulardan biri, girişim sermayesi yatırımı alan şirketlerin dağıldığı illerdir. Buna göre, 2020 yılı içerisinde yapılan 132 yatırım işlemi ve 124,5 milyon dolar yatırımla Türkiye girişim sermayesi pazarında İstanbul en önde gelmektedir. İstanbul'u 16 yatırım işlemi ve 10,2 milyon dolar yatırımla Ankara takip etmektedir. Üçüncü sırada yatırım hacmi bakımından 2,1 milyon dolar yatırımla Eskişehir, yatırım sayısı bakımından ise 7 yatırımla İzmir yer almaktadır⁴²⁵.

Yukarıda da belirttiğimiz üzere, her ne kadar Türk girişim sermayesi pazarı işlem sayısı ve işlem hacmi bakımından global ölçeğe çok uzak olsa da gelecek bakımından büyük bir potansiyel taşımaktadır. Türkiye'de gelişim gösteren girişim

⁴²⁴<https://webrazzi.com/2021/04/20/trendyol-aldigi-330-milyon-dolarlik-yatirimla-degerini-11-milyar-dolara-yukseltti> (e. t. 13 Mayıs 2023).

⁴²⁵ Startup Watch, 2020 Year In Review.

ekosistemi ve girişimci sayısı dolayısıyla Türkiye, gelecek vadeden ülkelerden biri haline gelmiştir.

Ç. Girişim Sermayesi Ekosistemi

Girişim sermayesinin işleyişinin tam olarak anlaşılabilmesi için girişim sermayesi yatırımlarındaki tarafların bilinmesi de önem arz eder. Girişim finansmanı sürecinin, genel olarak girişimci ve yatırımcıdan oluşan ikili bir ilişki olduğu birinci bölümde detaylı olarak açıklanmıştı. Bununla birlikte, girişim sermayesi ekosistemi bu taraflardan çok daha geniş bir kitleyi içerisinde barındırmaktadır.

Diğer girişimcilik finansmanı yöntemlerinden farklı olarak girişim sermayesinde genellikle; girişimci, girişim sermayesi yatırımcıları ve girişim sermayesi fon kaynakları (*limited partners*) olmak üzere üçlü bir yapı bulunmaktadır. Girişim sermayesi fon ya da sermaye kaynakları girişim sermayedarı olarak da isimlendirilebilmektedir. Burada girişim sermayesini melek yatırımcılıktan ayıran en temel unsur girişim sermayesi sahibi ile girişim sermayedarının farklı kişiler olmasıdır.

1. Girişimci

Girişim sermayesi yatırımının tarafı olan girişimcinin diğer girişimcilerden önemli farklılıkları bulunmamaktadır. Bununla birlikte, bu yönde bir zorunluluk olmamasına rağmen ve hatta girişim sermayesi tanımı ile kavramsal olarak ilgisi olmamasına rağmen, girişim sermayesi sektörünün genellikle yüksek teknoloji içeren ve hatta son dönemlerde yazılım yoğun ürünlere sahip şirketlere yatırım yaptıkları da bilinmektedir.

Bu durumun temel sebebi olarak girişim sermayesi şirketinin yatırımdan çıkış olanakları ve yüksek teknoloji sektörlerinin sağladığı yüksek kâr ihtimali gösterilebilir⁴²⁶. Girişim sermayesi, içerdiği süreçler bakımından diğer finansman yöntemlerine göre daha pahalıdır⁴²⁷. Bu durum da girişim sermayesi şirketlerini ancak yüksek kâr getirisi olan ve yatırımdan çıkış şansı daha yüksek olan şirketlere yönlendirmektedir. Wall Street Journal tarafından yayımlanan istatistiklere göre

⁴²⁶ Schertler, age, 43.

⁴²⁷ Schertler, age, 43.

1990'ların başından itibaren global girişim sermayesi yatırımlarında sektör olarak bilgi teknolojileri birinci sırada gelmektedir⁴²⁸. Yüksek getiri ihtimali olan şirketler bakımından ise temel risk bu şirketlerin barındırdığı bilgi asimetrisidir. Bu konuda çalışmanın üçüncü bölümünde detaylı olarak inceleneceği için burada sadece değinmekle yetiniyoruz.

2. Girişim sermayesi şirketi/yatırımcısı⁴²⁹

Girişim sermayesi bakımından fark gösteren asıl oyuncular ise girişim sermayesi fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırımcılarıdır. Burada girişim sermayesinin kavramsal olarak iki farklı tipi olduğundan bahsedilebilecektir.

Öncelikli olarak bir girişim şirketine doğrudan yatırım yapan şirketlerin yaptıkları yatırımlar da işlevsel olarak bir girişim sermayesi yatırımdır. Bu kapsamda şirketler, oluşturdukları kurumsal girişim sermayesi bölümleri/bütçeleri ile sistematik bir biçimde gelişim aşamasındaki şirketlere yatırım yapmaktadırlar⁴³⁰. Bu yatırımlarda teknolojiye veya pazara erişim yoluyla inorganik büyüme gibi amaçlar bulunmaktadır⁴³¹. Örneğin, bir şirketin kendi faaliyet alanı ile ilgili bir girişim şirketine şirketin payı karşılığı yaptığı yatırım, bir girişim sermayesi yatırımdır. Bugün gelinmiş olan aşamada kurumsal girişim sermayesi yatırımları da girişim sermayesinin çok sık rastlanan (yaklaşık olarak toplam girişim sermayesi yatırımının %15'i) bir türü haline gelmiştir⁴³².

Kurumsal girişim sermayesi sadece finansal amaçlar taşımamakta, girişim şirketinin yatırım yapan şirket bakımından sahip olduğu stratejik önem dolayısıyla da yapılmaktadır⁴³³. Yapılan araştırmalar, kurumsal girişim sermayesi yatırımlarının

⁴²⁸ <https://graphics.wsj.com/venture-capital-deals/> (e.t. 14 Nisan 2021)

⁴²⁹ Tez genelinde Türk hukukuna göre girişim sermayesi yatırımı maksadıyla kurulan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonlarını da kapsayacak şekilde benzer işleve sahip olan yapılar girişim sermayesi şirketi, girişim sermayesi kuruluğu veya girişim sermayesi yatırımcısı olarak isimlendirilmektedir.

⁴³⁰ Ma, S. (2019). "The Lifecycle of Corporate Venture Capital". *The Review of Financial Studies*, 33, 358–394.

⁴³¹ Zaimoğlu, age, s. 39.

⁴³² Ma, agm, 358.

⁴³³ Mathews, R. D. (2006). "Strategic Alliances, Equity Stakes, and Entry Deterrence". *Journal of Financial Economics*, 80, 35–79.; Ma, agm, 359.; Siegel, R., E. Siegel, and I. C. MacMillan. (1988).

yatırım yapan şirket bünyesindeki kurumsal inovasyon seviyesinin artırılması açısından stratejik olarak yapıldığını göstermektedir⁴³⁴. Dünyada 3M, Amazon, Google, Intel, Qualcomm, Microsoft, Samsung gibi global şirketlerin kurumsal girişim sermayesi yatırımları yoluyla çok önemli yatırımlar yaptıkları bilinmektedir⁴³⁵. Türkiye’de ise Koç Holding, Türk Telekom, Vestel, Sabancı Holding gibi büyük gruplar kurumsal girişim sermayesi kanalıyla yatırımlar yapmaktadır.

Kurumsal girişim sermayesi yatırımları araştırma geliştirme çıktıları bakımından büyük önem taşımaktadır. Gerçekten, belirli bir ölçeğe kadar büyümüş olan şirketlerde ar-ge faaliyetlerinin yürütülmesi ve bu ar-ge faaliyetlerinden çıktı elde edilmesi çeşitli sebeplerle zorlaşmaktadır. Bu şirketlerin kendi pazarlarına ve faaliyet sahalarına odaklanmış olmaları da yıkıcı teknolojilerin geliştirilmesi yönüyle bir dezavantaj yaratmaktadır. Ayrıca, yeni kurulan şirketler risk alma konusunda daha iştahlı ve daha kararlı olmaktadırlar.⁴³⁶ Bütün bunlar değerlendirildiğinde, kurumsal girişim sermayesi yoluyla yapılan ar-ge yatırımların başarıya ulaşma şansının kurumsal ar-ge yatırımlarından daha yüksek olabileceği çıkarımını yapmak mümkün olacaktır.

İkinci tür yatırımcı ise toplamış oldukları fonlarla yatırım yapan ve bu konuda profesyonel olarak faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıkları veya bir portföy yönetim şirketi tarafından kurulmuş olan girişim sermayesi yatırım fonlarıdır. Bu kuruluşlar çalışmamız kapsamında detaylı olarak inceleneceği için burada sadece atıf yapmakla yetinilmiştir. Burada, birlikte yatırım (*syndication*) kavramına kısaca değinmek gerekmektedir. Birlikte yatırım, birden fazla girişim sermayesi yatırımcısının aynı girişim şirketine veya girişim şirketleri portföyüne yatırım yapması olarak tanımlanabilecektir⁴³⁷. Birlikte yatırım, girişim sermayesinin

“Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles, And Performance.” *Journal of Business Venturing* 3, 233–247.

⁴³⁴ Siegel/Siegel/MacMillan, agm, 235-236.

⁴³⁵ <https://www.cbinsights.com/research/top-corporate-venture-capital-investors/> (e. t. 15 Nisan 2021)

⁴³⁶ Tekin Turhan, G. (2020). “Dış Kaynaklı Finansal Destek Düzeyinin Ar-Ge Harcamaları, İnovasyon ve Rekabet Endeksi Açısından Değerlendirilmesi: Risk Sermayesi.” *International Journal of Entrepreneurship and Management Inquiries*, 4 (Özel Sayı 1), 162-181.

⁴³⁷ Awounou-N’dri, H., Boufaden, N. (2020). “How Does Venture Capital Syndication Spur Innovation? Evidence from French Biotechnology Firms.” *Revue de l’Entrepreneuriat / Review of Entrepreneurship*, 19, 81-112.

barındırdığı risk ve çeşitli yönetsel sebeplerle girişim sermayesi endüstrisinde yaygın olarak kullanılmaktadır⁴³⁸.

3. Girişim sermayesinde fon kaynakları

Girişim sermayesinde fon kaynakları, geniş olarak nitelendirilebilecek çerçevedeki yatırımcılardır. Bu yatırımcılar arasında; devletler, sigorta şirketleri, emeklilik şirketleri, ticari bankalar, yatırım bankaları, sermaye sahibi gerçek kişiler ve özel sektör şirketleri bulunmaktadır⁴³⁹. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları “başkalarının parasını” yöneten organizasyonlardır⁴⁴⁰. Teorik olarak, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları, yatırım yapılacak şirketleri, fon sahipleri adına araştıran, inceleyen ve bu konuda teknik bilgisini fon sahiplerine satan finansal araçlardır⁴⁴¹.

Klasik girişim sermayesi yatırımlarını kurumsal girişim sermayesi yatırımlarından ayıran önemli farklar bulunmaktadır. Buna göre; girişim sermayesi yukarıda da belirtilmiş olduğu üzere başkalarının paraları ile yatırım yapar, yani bir finansal araçtır ancak kurumsal girişim sermayesi kendi öz kaynakları ile yatırım yapar; girişim sermayesinde amaç şirketten çıkış yaparak yatırılan parayı maksimize etmekken kurumsal girişim sermayesi ar-ge yatırımı, inorganik büyüme gibi stratejik amaçlarla yatırım yapar⁴⁴².

Yukarıdaki paragrafta sayılmış olan yatırımcılara ilave olarak, fonların fonu olarak isimlendirilen ve girişim sermayesi şirketlerine yatırım yapan fonlara yatırım

⁴³⁸ Girişim sermayesi yatırımlarında birlikte yatırım (*syndication*) hakkında detaylı bilgi için bkz: Lerner, J. (1994). “The Syndication of Venture Capital Investments.” *Financial Management*, 23 (3),16-27.; Brander, J. A., Amit, R., & Antweiler, W. (2002). “Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis.” *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.; Wright, M., & Lockett, A. (2003). “The Structure and Management of Alliances: Syndication in The Venture Capital Industry.” *Journal of Management Studies*, 40(8), 2073-2102.; Hopp, C. (2010). “When Do Venture Capitalists Collaborate? Evidence on the Driving Forces of Venture Capital Syndication.” *Small Business Economics*, 35, 417-431.; Manigart, S., Bruining, J., Lockett, A., & Meuleman, M. (2002). *Why Do European Venture Capital Companies Syndicate?* (No. ERS-2002-98-ORG). Erasmus Research Institute of Management (ERIM).

⁴³⁹ Ramsinghani, M. (2014). *The Business of Venture Capital*. New Jersey: John Wiley and Sons. s 23.

⁴⁴⁰ Pearce, R., Barnes, S. (2006). *Raising Venture Capital*. John Wiley and Sons. s. 9.

⁴⁴¹ Pearce/Barnes, age, s.9.

⁴⁴² Uygurtürk, H., & Soylu, N. (2016). “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Likidite ve Kârlılık Performanslarının Corpas Yöntemi ile Analizi.” *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (9) 2.

yapan fonlar da girişim sermayesi kaynaklarının en önemlileri arasındadır⁴⁴³. Birçok gelişmiş ekonomide, bir devlet politikası olarak girişimciliğin ve inovasyonun artırılması maksadıyla, girişim sermayesi şirketlerine yatırım yapmak üzere kamu kaynaklarından oluşturulan fonların fonu bulunmaktadır⁴⁴⁴.

Türkiye’de de 9 Nisan 2018 tarihinde Resmî Gazete’de yayımlanan Bakanlar Kurulu Kararı ile “Girişim Sermayesi Fonlarına Kaynak Aktarımına İlişkin Karar” yürürlüğe girmiştir⁴⁴⁵. Söz konusu karar ile sermaye şirketlerine ve/veya proje finansman sağlayan girişim sermayesi fonlarına Hazine’den kaynak aktarılması düzenlenmiştir. Fonların fonuna Türkiye’den örnek olarak İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi (İstanbul Venture Capital Initiative) gösterilebilir. İstanbul Girişim Sermayesi İnisiyatifi; KOSGEB, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, Türkiye Kalkınma Bankası, Avrupa Yatırım Fonu (EIF) tarafından fonlanmış ve oluşturulmuştur⁴⁴⁶.

EIF ise uluslararası nitelikte fonların fonu yapısına örnek olarak gösterilebilecektir. EIF; Avrupa Yatırım Bankası (EIB), Avrupa Birliği, AB Üye Ülke ile Türkiye ve Birleşik Krallık Finans Kuruluşları tarafından kurulmuş olan bir yatırım fonudur⁴⁴⁷. Devlet, Kanada gibi belirli ülkelerde girişimcilik ekosistemini fonların fonu modeli ile önemli ölçüde desteklemektedir. ABD gibi belirli ülkelerde ise gelişmiş özel sektör yatırımları dolayısıyla bu oran son derece düşük kalmaktadır. Kanada’da kamu tarafından desteklenen girişim sermayesi fonları toplam sektörün yarısını oluşturmaktayken bu oran ABD’de %5’lere kadar düşmektedir⁴⁴⁸.

⁴⁴³ Pearce/Barnes, age, s. 12.; Haislip, A. (2011) *Essentials of Venture Capital*. John Wiley & Sons. s. 122.

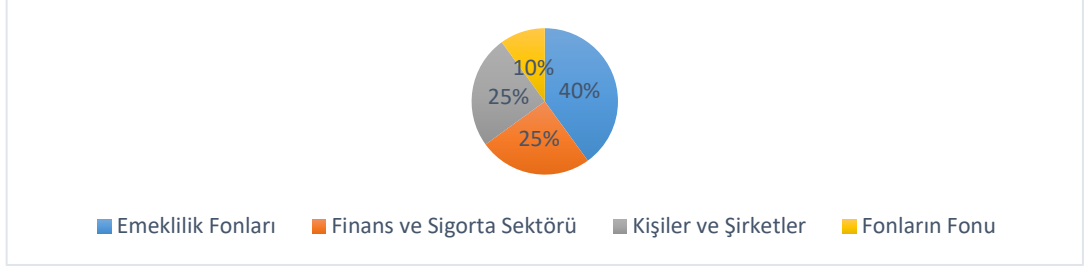
⁴⁴⁴ Ertürk, H. (2017). *Girişim Sermayesi Sektöründeki Yatırım Tercihleri ve Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Girişimlere Yapılan Müdahalelerin Analizi: Türkiye’deki Girişim Sermayesi Uygulamaları*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 33.

⁴⁴⁵ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/06/20180605M1-13.pdf>

⁴⁴⁶ <https://kalkinma.com.tr/en/about-us/investor-relations/affiliates/turkish-investment-initiative-ivci-sub-fund> (e.t. 3 Ocak 2023).

⁴⁴⁷ https://www.eif.org/who_we_are/shareholder/index.htm

⁴⁴⁸ Ertürk, H., & Sayılğan, G. (2014). “Girişim Sermayesi Fonları ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü”. *İstanbul University Journal of the School of Business Administration*, 43(2), 293-318.



Şekil 3.4. Örnek bir girişim sermayesi şirketi fon yapısı⁴⁴⁹

Yukarıdaki tabloda, küresel olarak faaliyet gösteren bir girişim sermayesi fonu örnek olarak gösterilmiştir. Bu girişim sermayesi şirketinin fon yapısı şirketlerin uzmanlıklarına, faaliyet gösterdikleri ülkelere ve sektörlere göre ciddi değişiklik göstermektedir.

Bununla beraber, fon sağlayanlar ile fonu kullanan girişim sermayesi şirketi arasındaki ilişki önem arz etmektedir. Girişim sermayesi şirketi ile fon sağlayıcılar arasındaki ilişki bir vekâlet ilişkisi olarak nitelendirilebilecektir. Girişim sermayesi şirketi, vekâlet sözleşmesi hükümlerine uygun olarak, fon sağlayıcıların çıkarına uygun bir iş görme borcu altındadır⁴⁵⁰. Bununla birlikte, bu ilişkideki finansal ve hukuki bağımsızlık, girişim sermayesi şirketinin niteliğine göre değişecektir. Girişim sermayesi şirketi, bir şirketin ya da holdingin iştiraki olarak kurulmuş, kurumsal girişim sermayesi şirketi ise fon sağlayıcı ile girişim sermayesi şirketi arasında bir bağımlılık ilişkisi mevcuttur, ancak girişim sermayesi şirketi fonu finansal piyasalardan topluyorsa fon sağlayıcılar ile girişim sermayesi arasında bağımsız bir ilişki söz konusu olacaktır⁴⁵¹.

D. Girişim Sermayesi Finansman Yönteminin Avantajları

1. Genel Olarak

Girişim sermayesi finansman yönteminin avantajları, bu finansman yönteminin popülerliğinin de arkasında yatan sebepler arasındadır. İnovasyonun ve girişimciliğin ve ülke ekonomileri bakımından önemi tezin ilk bölümünde detaylı olarak

⁴⁴⁹ Ramsinghani, age, s. 46.

⁴⁵⁰ Zevkliler, A., Gökyayla, K.A. (2019). *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*. Ankara: Turhan Kitabevi. s. 598.

⁴⁵¹ Schertler, age, s. 27.

incelenmiş olduğu için bu kısımda sadece girişim sermayesine özel avantajlardan bahsedilecektir.

Girişim sermayesinin avantajlarını, ülke ekonomileri bakımından avantajlar ile girişimciler ve yatırımcılar bakımından avantajlar olarak ikiye ayırmak gerekir. Girişim sermayeleri ülke ekonomileri bakımından, ilk bölümde de açıklanmış olduğu üzere, diğer girişim sermayesi yöntemleriyle benzer şekilde istihdamın artırılması, global ekonomik büyüme, endüstriyel inovasyonun artırılması gibi birçok makro ekonomik avantaj yaratmaktadır⁴⁵².

Girişim sermayesinin makro faydalarına ilave olarak, onu diğer finansman yöntemlerinden ayıran ve girişim sermayesi alan şirketler bakımından ortaya çıkan önemli mikro avantajlar bulunmaktadır. Finansman sağlanması, yönetim desteğinin sağlanması, ihracat etkinliğinin artırılması, şirketin itibar ve uluslararası nitelik kazanması bu faydalar arasında sayılabilecektir⁴⁵³.

Daha önce de açıklanmış olduğu üzere, girişim sermayesinin en temel ve başlıca işlevi girişimciye finansman sağlanmasıdır. Bununla birlikte, girişim sermayesi bir finansman yöntemi olmanın çok ötesinde etkilere sahiptir.

2. Girişim sermayesinin yönetim ve danışmanlık desteği sağlaması

Girişim sermayesi yatırımlarının şirketler bakımından yarattığı en önemli finansal olmayan değer, profesyonellerden oluşan girişim sermayesi şirketlerinin start-up şirketlerine sağlamış olduğu yönetim ve danışmanlık desteğidir⁴⁵⁴. Girişim sermayesi şirketlerinin sağlamış olduğu bu yönetim ve danışmanlık desteği, girişim sermayesi yatırımı alan şirketlerin başarısındaki önemli faktörlerden biri olarak

⁴⁵² Jin, Y., Xu, M., Wang, W., & Xi, Y. (2021). "Venture Capital Network and the M&A Performance of Listed Companies". *China Finance Review International*, 11(1), 92-123.; Aktaş, M., İlgün, Y. (2019) "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Değeri Üzerinde Etkili Olan Finansal Oranlar Üzerinde Bir Araştırma" *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(4), 2785-2798.

⁴⁵³ T.C. Ekonomi Bakanlığı ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı. (2012). *Girişim Sermayesi: Türkiye için Çıkarımlar ve Öneriler*. Ankara: TTGV, s. 62-63.; Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). "How do Venture Capitalists Make Decisions?" *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190. (Decision).

⁴⁵⁴ İpekten, D. (2006). "Risk Sermayesi Finansman Modeli." *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(6), 385-408; T.C. Ekonomi Bakanlığı, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, s. 62.

görülmektedir⁴⁵⁵. Bu destek daha yatırım aşamasında planlanmakta ve dikkate alınan bir değer olarak yatırım işleminin bir unsuru haline gelmektedir⁴⁵⁶.

Girişim sermayesi şirketleri, teknolojiyi, pazarı ve sektörleri çok yakından takip eden profesyonel yatırımcılar çalıştırmaktadırlar⁴⁵⁷. Bu profesyoneller, yatırım yapmadan önce yatırım yapılacak şirketin kurucuları, şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve pazar hakkında ciddi araştırmalar yapmaktadırlar⁴⁵⁸. Bu detaylı araştırmalar, girişim sermayesi profesyonelleri bakımından önemli bir sektörel deneyim ve birikim avantajı yaratmaktadır. Girişim sermayesi şirketinde çalışan profesyonel yatırımcılar, yatırım yapılan şirketin yönetim kurulunda görev alarak bu bilgi ve tecrübelerini aktarabileceği gibi dışarıdan yaptıkları danışmanlık ve yönlendirmelerle de yönetim tecrübesi aktarmaktadırlar⁴⁵⁹. Yapılan araştırmalar, bir girişim sermayesi uzmanının yönetim kurulunda olduğu şirketi yıl içerisinde çok sık ziyaret ettiğini, yılda 100 saatin üzerinde mesaisini bu şirket için harcadığını, bu şirketi kendi iş çevresinden faydalandırmaya çalıştığını göstermektedir⁴⁶⁰. Yaklaşık 900 adet girişim sermayesi yatırımcısı ile yapılan bir anket ise, yatırım sonrası süreçte girişim sermayesi yatırımcılarının neredeyse %90'ının stratejik danışmanlık, %70'inin network sağlama gibi destekler sağladığını göstermektedir⁴⁶¹.

Girişim sermayesi şirketlerinin vermiş olduğu yönetim ve danışmanlık desteği birçok alanda etkisini göstermektedir. Örneğin, girişim sermayesi şirketi, yatırım alan şirkete daha yetenekli personeli işe alma, yeni yatırımcılar çekme ve ortaya çıkan yeni durumlara uygun strateji geliştirme konusunda destek vermektedir⁴⁶². Bu da start-up şirketinin büyümesini ve performansını olumlu etkileyen önemli bir

⁴⁵⁵ Amornsiripanitch, N., Gompers, P. A., Xuan, Y. (2019). "More Than Money: Venture Capitalists on Boards". *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 35(3), 513-543. (More Than Money).; Gompers/ Gornall/Kaplan/Strebulaev, agm, 171.

⁴⁵⁶ T.C. Ekonomi Bakanlığı, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, s. 62.; Bruining, H., Wright, M. (2002). "Entrepreneurial Orientation in Management Buy-Outs and The Contribution of Venture Capital". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(2), 147-168.

⁴⁵⁷ Hellman, T., Puri, M. (2000). "The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital." *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.

⁴⁵⁸ Fried, V., & R. Hisrich, 1994, "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making," *Finiancial Maniagementient*, 23(3), 28-38.

⁴⁵⁹ Lerner, J. (1995). "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms," *The Journal of Finance*, 50, 301-318.

⁴⁶⁰ Gorman, M. & Sahlman, W.A. (1989). "What Venture Capitalists Do ?" *Journal of Business Venturing*, 4, 231-248.

⁴⁶¹ Lerner, Venture Capitalists, 301-302.

⁴⁶² Gorman/Sahlman, age, s. 242.

faktör olarak karşımıza çıkmaktadır. Yeni kurulmuş bir girişim şirketinin girişim sermayesi yatırımı alması, şirketin ürününü pazara sürmesi bakımından dahi çok ciddi bir avantaj yaratmaktadır⁴⁶³.

Bu durum, girişim şirketleri tarafından da yaygın bir şekilde kabul edilmektedir. Örneğin, ‘çiçeksepeti’ isimli girişimin kurucusu Emre Aydın, kurmuş olduğu girişim bakımından girişim sermayesi şirketinin önemini “*çiçeksepeti için belki de en önemli kırılma anı sayılabilecek nokta 2011 senesinde aldığı yatırımlar diyebiliriz. Çiçeksepeti’nin tüm Türkiye ve uluslararası alanda marka bilinirliğini sağlaması ve büyüme göstermesinde dünyanın en büyük e-ticaret şirketi Amazon ve Avrupalı venture capital şirketi HummingBird’den aldığı yatırımların etkisi büyük.*” kelimeleriyle ifade etmektedir⁴⁶⁴.

3. Girişim sermayesinin ihracat etkinliği üzerindeki etkisi

Girişim sermayesi şirketlerinin yatırım yapılan şirketler bakımından getirdiği bir diğer finansal olmayan avantaj ise, şirketin ihracat yapabilmesinin önündeki bir kısım engellerin kaldırılmasıdır. Girişim sermayesi yatırımı ile finansal destek almış olan şirketlerin ihracat konusunda daha istekli oldukları tespit edilmiştir⁴⁶⁵.

Ayrıca şirket, aldığı yönetim desteği ile ihracat için gerekli olan insan kaynağına ve bağlantılara da erişebilmektedir. Bu alanda yapılan saha araştırmaları da girişim sermayesi yatırımlarının küçük ve orta ölçekteki şirketler bakımından uluslararası nitelik kazanmayı önemli ölçüde artırdığını göstermektedir⁴⁶⁶.

4. Girişim sermayesinin sertifikasyon etkisi

Girişim sermayesi yatırımlarının şirketler üzerindeki bir diğer etkisi, sertifikasyon etkisi ya da onaylama etkisidir⁴⁶⁷. Çalışmanın üçüncü kısmında detaylı olarak inceleneceği üzere, hem girişim sermayesi hem de özel sermaye bakımından

⁴⁶³ Hellman/Puri, age, 975-976.

⁴⁶⁴ ODTÜ Girişimciler Topluluğu. (2018). *Girişimcilik Öyküleri*. 3. Basım, Elma Yayınevi. s 34.

⁴⁶⁵ T.C. Ekonomi Bakanlığı, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, s. 62.; Bilkey, W., Tesar, G. (1977). “The Export Behavior of Smaller-Sized Wisconsin Manufacturing Firms”. *Journal of International Business Studies*, 8, 93-98.

⁴⁶⁶ George, G., Wiklund, J., & Zahra, S. A. (2005). “Ownership and Internalization of Small Firms.” *Journal of Management*, 31(2), 210-233.

⁴⁶⁷ İngilizce eserlerde “*certification effect*” olarak ifade edilen bu kavramın Türkçe en yakın karşılığı olarak sertifikasyon ya da onaylama etkisi tercih edilmiştir.

söz konusu olan en büyük problemlerden biri, yatırımcı ile girişimci arasındaki bilgi asimetrisidir. Girişimci ya da şirket ortakları şirket hakkında bilgi sahibiyken yatırım yapacak şirketlerin çok sınırlı bilgisi bulunmaktadır. Bu problem bakımından da girişim sermayesi yatırımlarının sertifikasyon etkisi çok önemli bir kolaylaştırıcı işlev görmektedir.

Booth ve *Simith*'in sertifikasyon teorisine göre, girişim sermayesi şirketi yatırım yaptığı şirketin gerçek değeri ve gelecek potansiyeli ile ilgili en iyi bilgiye sahiptir ve sahip olduğu bu bilgi ile şirketin piyasa değeri ile ilgili bir sertifikasyon etkisi göstermektedir⁴⁶⁸. Girişim sermayesi yatırımlarının sertifikasyon etkisi hem ampirik hem de akademik çalışmalar neticesinde oldukça güçlü olan bir teori haline gelmiştir. Girişim sermayesi şirketlerinin yeni ve inovatif şirketler hakkında bilgi edinme ve bu bilgiyi değerlendirme konusunda edinmiş olduğu uzmanlık, bu şirketlerin yatırım yapmış olduğu girişim şirketlerindeki bilgi asimetrisinin ve fiyat belirsizliğinin önüne geçmede son derece etkindir⁴⁶⁹.

Bütün bunlar değerlendirildiğinde, girişim sermayesi yatırımlarının girişim şirketlerinin değeri bakımından bir onaylama etkisi gösterdiği ve bu etkinin hem şirketin halka arzı bakımından hem de diğer yatırımcılar bakımından büyük önem arz ettiği söylenebilecektir⁴⁷⁰.

5. Girişim sermayesinin girişim şirketleri bakımından diğer avantajları

Yatırım sonrası süreçte, girişim sermayesi yatırımı almış şirketlerin büyüme ve yenilikçilik bakımından yatırım almamış muadillerine göre daha başarılı olduğu tespit edilmiştir⁴⁷¹. Girişim sermayesi şirketlerinden yatırım almış olmak, start-uplar için bir başarı kriteri haline gelmiştir. Yatırım almış şirketler büyüme ve başarılı

⁴⁶⁸ Booth, R., & Smith, L. (1986). "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis" *Journal of Financial Economics* 15(1-2), 262-281; Miloud, T. (2016). "The Venture Capital Certification Role in Initial Public Offerings". *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(2), 479-492.

⁴⁶⁹ Gompers, P. A., & Lerner, J. (1999). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press. s. 290.

⁴⁷⁰ Girişim sermayesi yatırımlarının sertifikasyon etkisi hakkında daha detaylı bilgi için: Jain, B., Kini, O. (1995). "Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms," *Managerial and Decision Economics* 16(6), 593-606.; Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy Iii, J. W., & Vetsuypens, M. R. (1990). "The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-public Process." *Journal of Financial Economics*, 27(2), 447-471.

⁴⁷¹ Akcigit, U., Dinlersoz, E., Greenwood, J., & Penciakova, V. (2019). "Synergizing Ventures." *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper No. 2019-17*, 1-60.

olma kriterleri bakımından daha başarılı şirketler olarak kabul edilmekte, bu da şirketin değerini önemli ölçüde artırmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımı almış olan şirketler, almamış olan muadillerine göre daha başarılı olsalar da bu konuya ilişkin üzerinde durulması gereken bir ayrıntıya dikkat çekmek gerekir. Her yıl tüm dünyada çok fazla sayıda şirket kurulmakta ancak bunların çok az bir kısmı büyüyerek başarılı birer şirket haline dönüşmektedir⁴⁷². Bu kapsamda girişim sermayesi şirketinin yatırım yapmak üzere doğru şirketi seçmesi ve bu şirkete yatırım yapması onun başarısı açısından önemlidir. Yapılan araştırmalar, girişim sermayesi şirketlerinin daha çok erken aşamada büyüme başarısı göstermiş, yenilikçi ve başarılı şirketlere yatırım yaptığını göstermektedir⁴⁷³. Bu durumda, girişim sermayesi yatırımı almış şirketlerin başarılı olmasındaki temel etkenin, girişim sermayesi şirketinin katkısı mı yoksa girişim sermayesi şirketinin zaten başarılı olan şirkete mi yatırım yaptığı sorusunun ekonomistler tarafından incelenmesi gerekmektedir. Bu sorunun cevabı bakımından her bir girişim şirketi ve girişim yatırımı işleminin kendi özellikleri içerisinde ayrı ayrı incelenmelidir.

Son olarak girişim sermayesi yatırımlarının girişim şirketlerine doğru ve kullanışlı bağlantılar (*network*) sağlama gibi bir işlevinden de bahsedilebilecektir. Buna göre, girişim sermayesi şirketi girişim şirketine kendi sektörü ile ilgili ve uzman olan hukukçular, muhasebeciler, yatırım bankacıları gibi önemli aktörler bakımından bağlantı sağlamaktadır⁴⁷⁴. Girişim sermayesi şirketinin sağlamış olduğu yatırımların önemi onedio.com isimli internet sitesinin kurucusu Kaan Kayabalı vermiş olduğu bir röportajda “*insan kaynakları desteği de veriyorlar ve asıl sahip oldukları ağ bizim için en önemlisiydi*” şeklinde ifade etmektedir⁴⁷⁵.

Sonuç olarak, girişim sermayesi yatırımlarının sadece finansal bir yatırım olmadığı, bu yatırımı takip eden süreçte yönetim ve denetim desteği, sertifikasyon etkisi, ihracatın önündeki bariyerlerin kaldırılması gibi girişim şirketlerinin

⁴⁷² Akcigit/Dinlersoz/Greenwood/Penciakova, age, s. 1.

⁴⁷³ Akcigit/Dinlersoz/Greenwood/Penciakova, age, s. 2.; Chemmanur, T. J., Krishnan, K., & Nandy, D. (2010). “How do Venture Capitalists Create Value for Entrepreneurial Firms? A Review of the Literature.” In Cumming, D. (ed). (2010) *Venture Capital Investment Strategies, Structures, and Policies*. John Wiley and Sons. (Venture Capital Investment). s 277-298. s. 280.

⁴⁷⁴ Cumming, Venture Capital Investment, s. 4.

⁴⁷⁵ ODTÜ Girişimciler Topluluğu, age, s. 118.

büyükçe başarılı bir şirket haline gelmesi için gerekli olan ancak parasal olmayan birçok işlevin söz konusu olduğu söylenebilecektir.

E. Girişim Sermayesi Türleri: Risk Sermayesi ve Özel Sermaye

Yukarıda da açıklanmış olduğu üzere, hem SPKn’nda hem de bu çalışmada girişim sermayesi, risk sermayesi (*venture capital*) ile özel sermayenin (*private equity*) ikisini de kapsayacak şekilde bir çatı kavram olarak kullanılmıştır. Uygulama açısından bakıldığında bu iki kavram arasında kritik bir farkın söz konusu olmadığı görülmektedir.

Özel sermaye yatırımı, halka açık olmayan ve payları herhangi bir piyasada işlem görmeyen şirketlere yapılan yatırımlara verilen isimdir⁴⁷⁶. İngilizce halka açık olan şirketler “*public company*”⁴⁷⁷, halka açık olmayan şirketler ise “*private company*”⁴⁷⁸ olarak ifade edilmektedir. Bu bakımdan, *private equity* kavramında yer alan *private* halka açık olmayan şirketleri belirtmektedir.

Risk sermayesi ise henüz kuruluş aşamasında veya erken aşamada (kuruluş veya çekirdek aşama) olan şirketlere yapılan özel sermaye yatırımlarını ifade eder⁴⁷⁹. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından 2016’da yayımlanmış olan “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Bilgilendirme Kitapçığı”nda risk sermayesi ile girişim sermayesi arasındaki ilişki “İngilizcede ‘*private equity*’ olarak adlandırılan ‘girişim sermayesi’ kavramı ise ‘*risk sermayesi*’ kavramını da kapsayacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanında, satın almaları, yeniden yapılandırılmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle 3-10 yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını kapsayacak şekilde kullanılmaktadır.”⁴⁸⁰ şeklinde ifade edilmiştir. Görüldüğü üzere SPK da girişim sermayesini risk sermayesini ve özel sermayeyi kapsayan bir çatı kavram olarak değerlendirmektedir.

⁴⁷⁶ Sullivan, T.D. (2017) “What Do Venture Capital and Private Equity Firms Do ? Some Current and Historical Examples” *Journal of Business and Finance Librarianship*, 22(3-4), 182-189.

⁴⁷⁷ <https://plato.stanford.edu/entries/compatibilism/> (e. t. 2 Mayıs 2021).

⁴⁷⁸ <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/private-company> (e. t. 2 Mayıs 2021).

⁴⁷⁹ Sullivan, agm, 182.

⁴⁸⁰ Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). age, s. 3.

Bu çerçevede değerlendirildiğinde, risk sermayesi ve özel sermaye hukuken benzer ve hatta çoğu zaman aynı süreçleri⁴⁸¹, sözleşmeleri ve ihtilafları içerdiğinden bu çalışma bakımından her ikisi de herhangi bir ayırım yapılmaksızın girişim sermayesi kavramı altında incelenecektir. Bununla birlikte, risk sermayesi ile özel sermaye arasında finansal dinamikler, yatırım motivasyonu yatırım stratejileri, yatırım yapılan şirket tipleri gibi önemli farklar bulunmaktadır.

Risk sermayesi ile özel sermayenin sermayeye katılma (*equity participation*), yönetime katılma (*hands on*), uzun vadeli yatırım olma gibi özellikleri birbiriyle benzerdir. Bununla beraber, risk sermayesi yatırımlarında çok büyük oranda görülen teknolojik yenilik, yani inovasyon unsuru, özel sermaye yatırımlarında her zaman bulunmayabilir. Risk sermayesi yatırımlarının ihtiva ettiği risk dolayısıyla getirisinin de yüksek olması gerekmektedir. Getiri yüksekliği ise ancak teknolojik yenilik içeren ve pazarda değişiklik yaratacak olan şirketler bakımından söz konusu olabilecektir. Bununla birlikte, özel sermaye yatırımında bu yüksek risk faktörü genellikle bulunmamaktadır. Bir örnekle açıklamak gerekirse, pazarda fark yaratacak bir sağlık yazılımı geliştirmiş olan bir girişim şirketine yapılan yatırım bir risk sermayesi yatırımı iken, birçok şube açarak başarısını kanıtlamış bir hızlı yemek şirketine yapılan yatırım özel sermaye yatırımı olarak nitelendirilebilecektir.

Sonuç olarak, girişim sermayesi, bir ucunda erken aşama finansmanı kapsayan risk sermayesi, diğer ucunda ise daha geç evre yatırımları içeren özel sermaye olmak üzere çerçeve niteliğindeki bir kavramı ifade etmektedir⁴⁸².

F. Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı

Melek yatırımcı ile girişim sermayesi arasında önemli nitelikte farklar bulunmaktadır. Melek yatırımcı, mal varlıklarının bir kısmını yüksek riskli ve yüksek

⁴⁸¹ European Venture Capital Association. (2007). *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs*. s. 6.

⁴⁸² Arundale, K. (2007). *Raising Venture Capital Finance in Europe: A Practical Guide For Business Owners, Entrepreneurs And Investors*. Kogan Page Publishers. s. 4.

getirili girişim şirketlerine yatıran yüksek gelirli gerçek⁴⁸³ kişiler olarak tanımlanabilecektir⁴⁸⁴.

Girişim sermayesi kurumsal niteliğinin bir gereği olarak girişimciliğin finansmanında en yaygın finansman yöntemi olarak bilinse de melek yatırımcılar girişim şirketlerine yapılan yatırımların neredeyse yarısını gerçekleştirmektedir⁴⁸⁵. Melek yatırımcılığın yapısı gereği tam büyüklüğü bilinmese⁴⁸⁶ de bir kısım çalışmalar melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımların girişim sermayesinin yaklaşık iki katı olduğunu,⁴⁸⁷ ABD’de ise melek yatırımcıların yaptığı yatırımın girişim sermayesi tarafından yapılan yatırımın on katından fazla olduğunu⁴⁸⁸ göstermektedir. Bütün bu veriler, melek yatırımcılığın ‘en azından’ girişim sermayesi kadar önemli olduğunu ortaya koymaktadır.

Melek yatırımcılık ile girişim sermayesi birçok açıdan önemli benzerlikler göstermektedir. Öncelikle, her ikisinde de yatırım yüksek risk ihtiva eden ancak yüksek getiri potansiyeli taşıyan şirketlere yapılmaktadır. Melek yatırımcılık ile girişim sermayesi arasındaki bir diğer önemli benzerlik ise yatırımın girişim şirketindeki pay karşılığı veya paya dönüştürülebilir tahvil gibi karma nitelikteki araçlarla yapılıyor olmasıdır⁴⁸⁹. Daha önce de belirtildiği üzere, girişim sermayesinin en önemli özelliklerden biri olan ve girişim sermayesini diğer finansman yöntemlerinden ayıran bu özellik melek yatırımcı için de geçerlidir.

Bununla birlikte, melek yatırımcı ile girişim sermayesi arasında çok ciddi nitelik farkları da bulunmaktadır. Evvela, yukarıda açıklanmış olduğu üzere girişim

⁴⁸³ Bazı istisnai durumlarda tüzel kişiler de melek yatırımcı olabilmektedir.

⁴⁸⁴ Edelman, L. F., Manalova, T. S., & Brush, C. G. (2017). “Angel Investing: A Literature Review.” *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, 13, 4-5; Hellman, T., & Thiele, V. (2017). “Friends or Foes? The Interrelationship Between Angel and Venture Capital Markets.” *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper* 2014/7 <http://www.nber.org/papers/w20147>

⁴⁸⁵ Wong, A. (2010). “Angel Finance: The Other Venture Capital.” *In Cumming Venture Capital Investment*, 71-110.

⁴⁸⁶ Araştırmalara göre 2012 yılında Avrupa’da faaliyet gösteren melek yatırımcıların sadece %10 kayıtlı melek yatırımcılardan oluşmaktadır. Çerçi, A. A. (2014). *Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişmesinin İncelenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, s. 10.

⁴⁸⁷ Wong, agm, 71.

⁴⁸⁸ Gregson, G. (2014). *Financing New Ventures: An Entrepreneur’s Guide to Business Angel Investment*. Business Expert Press. s. 2.

⁴⁸⁹ Bayar, Y. (2012). “Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Yatırımcı.” *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, (7:2).

sermayesi şirketi kendi öz kaynaklarını değil kendisine fon sağlayan emekli sandıkları, yatırım bankaları, sigorta şirketleri gibi kurum ve kişilerin fonlarını kullanarak yatırım yapmaktadır. Melek yatırımcı ise, doğrudan kendi servetini ve özvarlığını kullanmaktadır. Yatırım aşamaları bakımından, melek yatırımcıların risk iştahının girişim sermayesine göre daha yüksek olduğu söylenebilir. Bu da melek yatırımcının daha riskli olarak nitelendirilebilecek erken aşama girişimlere yatırım yapmasını kolaylaştırmaktadır. Melek yatırımcı ile girişim sermayesi arasındaki bu çalışma konusu bakımından da önem arz eden farklardan bir diğeri de kendisini yatırım araçlarında göstermektedir. Bu çalışmanın üçüncü bölümünde detaylı olarak inceleneceği üzere, girişim sermayesi şirketleri girişim üzerinde sahip oldukları gücün de etkisiyle imtiyazlı pay senetleri karşılığında yatırım yaparken melek yatırımcılar genellikle adi pay senetleri karşılığında yatırım yapmaktadır⁴⁹⁰. Bu durum ise hem yatırım aşamasındaki hukuki müesseseleri hem de yatırım sonraki süreçte girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkiyi dikkate değer ölçüde değiştirmektedir.

OECD tarafından yayımlanan ve girişim sermayesi ile melek yatırımcılığın farklarını gösteren aşağıdaki tablonun bu farkların anlaşılması bakımından faydalı olacağı kanaatindeyiz.

⁴⁹⁰ Bununla birlikte, gelişen uygulamalar kapsamında melek yatırımcıların da yatırımları karşılığında artık imtiyazlı pay talep ettikleri yaygın bir şekilde gözlemlenmektedir.

Özellik	Melek Yatırımcı	Girişim Sermayesi
Kişiler	Eski girişimciler	Finans, Danışmanlık gibi sektörel tecrübeleri olan profesyoneller
Yatırım Yöntemi	Kendi öz sermayesi	Bir fonu yönetir ve /veya başkalarının parası ile yatırım yapar
Yatırım Aşaması	Çekirdek ve erken aşama	Çekirdek, erken aşama ve geç aşamalar
Yatırım Araçları	Adi hisse senetleri	İmtiyazlı hisse senetleri
Girişimcilere erişim	Sosyal bağlantılar ve/veya melek yatırımcı ağıları	Sosyal bağlantılar ve proaktif arama
Yatırım Öncesi İnceleme	Melek yatırımcı tarafından kendi tecrübesi çerçevesinde yapılır	Girişim sermayesi personeli ve bazen profesyonel dış destek (finans danışmanı, hukuk bürosu gibi) alınarak yapılır.
Yatırımın Coğrafi Kapsamı	Yatırımların büyük çoğunluğu yerel girişimlere yapılır	Yerel girişimlere veya uluslararası iş birliklerinin yardımıyla yabancı girişimlere yapılır.
Yatırım Sonrası	Aktif, doğrudan işin içinde	Stratejik, yönetim kurulu üyeliği
Yatırımın geri dönüşü ve yatırım motivasyonu	Önemlidir fakat melek yatırımcı inci öncelikli sebep değildir.	Son derece önemlidir. Girişim sermayesi varlığının devamı için yatırımcılarına yeterli dönüş yapmalıdır.

Tablo 3.1. Melek yatırımcı ve girişim sermayesi farkları ⁴⁹¹

Melek yatırımcılar her ne kadar kendi öz kaynaklarını/servetlerini kullanıyor olsa da bu durumun melek yatırımcıların birlikte hareket etmesine ve kurumsallaşmasına engel olmadığını belirtmek gerekir. Bugün dünyanın birçok bölgesinde faaliyet gösteren bölgesel ya da küresel melek yatırım ağları bulunmaktadır.

Melek yatırım ağları, yapılan yatırım miktarı, önceliklendirilen sektörler, uygulanan sözleşme tipleri ve sözleşme koşulları, yatırımın beklenen geri dönüşü gibi birçok yönüyle bireysel melek yatırımcılardan ayrılmaktadır⁴⁹². Melek yatırımcı ağları, yatırımın ölçeği dolayısıyla tek başına yapılması mümkün olmayan yatırımları, toplu olarak elden edilen finansal güç dolayısıyla mümkün kılmaktadır⁴⁹³. Melek yatırımcı ağlarının sermaye şirketi, kâr amacı gütmeyen kuruluş gibi hukuki formlar altında örgütlenmesi mümkündür. Melek yatırımcı ağları, profesyonel bir uzman tarafından yönetilebileceği gibi ortaklardan biri

⁴⁹¹ OECD. (2011). *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing, s. 39.

⁴⁹² Shane, S. A. (2009). *Fool's Gold? The Truth Behind Angel Investing in America*. Oxford University Press, s. 163.

⁴⁹³ Kurnaz, G. & Bedük, A. (2017). "Türkiye'de ve Dünya'da Melek Yatırımcılık." *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 20, 27-40.

tarafından da yönetilebilir⁴⁹⁴. Bu durumda melek yatırımcılığı girişim sermayesinden ayıran en önemli unsurlardan biri olan kendi öz kaynakları ile yatırım yapmanın ortadan kalktığı görülmektedir. Bu yönüyle melek yatırımcı ağları, işleyiş olarak melek yatırımcılıktan daha çok girişim sermayesine benzetilebilir⁴⁹⁵.

Bu melek yatırım ağlarına Türkiye’de de faaliyet gösteren Dünya genelinde 53 şubesi ve 3500’ün üzerinde yatırımcısı bulunan Keiretsu Forum örnek olarak gösterilebilir⁴⁹⁶. Keiretsu Forum, şimdiye kadar yaklaşık 1 milyar dolar (bu yatırımın yaklaşık 80 milyon TL’si Türkiye’de gerçekleşmiştir) değerinde yatırıma aracılık ederek dünyanın en büyük melek yatırımcı ağı haline gelmiştir⁴⁹⁷.

Türk hukukunda melek yatırımlara ilişkin düzenlemeler de girişim sermayesi yatırımlarından ayrılmaktadır. Türk hukukunda melek yatırımcılığa ilişkin temel düzenleme, 15 Şubat 2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Bireysel Katılım Sermayesi (BKS) Hakkında Yönetmeliktir. BKS Yönetmeliği’nde yer alan tanıma göre bireysel katılım yatırımcısı, “*kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişileri*” ifade etmektedir⁴⁹⁸. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından yayınlanmış olan BKS Yönetmeliği, temel olarak melek yatırımcıların faaliyetlerini düzenlemeyi değil bu konudaki vergi uygulamalarını düzenleme amacı taşımaktadır⁴⁹⁹. Buna göre, BKS Yönetmeliği’nde belirtilen şartları taşıyan bireysel katılım yatırımcısına, BKS Yönetmeliği’nde belirlenmiş olan şartları sağlayan girişim şirketlerine yapacakları yatırımlar bakımından önemli vergi avantajları sağlanmıştır⁵⁰⁰.

⁴⁹⁴ Shane, age, 163.

⁴⁹⁵ Shane, age, 163.

⁴⁹⁶ <https://keiretsuforum.com.tr/hakkimizda> (e. t. 05.05.2021)

⁴⁹⁷ <https://keiretsuforum.com.tr/hakkimizda> (e. t. 05.05.2021)

⁴⁹⁸ BKS Yönetmeliği m. 3/1-d.

⁴⁹⁹ Akdağ, age, 40.

⁵⁰⁰ Gelir Vergisi Kanunu’nun geçici 82/1 maddesi- “31/12/2027 tarihine kadar 1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Teşkilatı Hakkında Cumhurbaşkanlığı Kararnamesinin 253. maddesi kapsamına giren bireysel katılım yatırımcısı tam mükellef gerçek kişiler, bu maddenin yürürlüğe girdiği tarihten sonra iktisap ettikleri tam mükellef anonim şirketlere ait iştirak hisselerini en az iki tam yıl elde tutmaları şartıyla, 213 sayılı Vergi Usul Kanununun değerlemeye ait hükümlerine göre hesapladıkları hisselerin tutarlarının %75’ini yıllık beyannamelerine konu kazanç ve iratlarından hisselerin iktisap edildiği dönemde indirebilirler. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu ile Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı tarafından belirlenen araştırma, geliştirme ve yenilikçilik programları kapsamında projesi son beş yıl

Sonuç olarak, melek yatırımcı ile girişim sermayesi benzer fonksiyonlara sahip olmasına rağmen aynı kavramı ifade etmemektedir. Bu iki kavram bakımından özellikle finansal sebeplerden kaynaklanan farklar bulunmaktadır. Bununla beraber, bu çalışmanın üçüncü bölümünde incelenecek olan hukuki müesseseler ve menfaat çatışmaları bakımından bu iki müessese arasında önemli bir fark bulunmamaktadır. Bu sebeple, bu çalışmada melek yatırımcılıkla ilgili özel durumlarda bu durumun açıklanmasıyla yetinilmiş ve melek yatırımcılığa ilişkin ayrı bir açıklama yapılmamıştır.

II. Girişim Sermayesi Finansman Aşamaları ve Hukuki Özellikleri

A. Genel Olarak

Bu kısımda girişim sermayesi yatırımlarında finansman aşamaları ve bu aşamaların gösterdiği temel hukuki özellikler incelenecektir. Finansman aşaması ile girişim sermayesi yatırımı kapsamında finanse edilen şirketin içerisinde bulunduğu durum ifade edilmektedir. Girişim şirketinin kendi büyüme düzleminde, içerisinde bulunduğu aşama, girişim sermayesi yatırımı bakımından önem arz etmektedir. Buna ilaveten, yatırımın riski, yatırım kapsamında kullanılan yöntemler ve imzalanan sözleşmeler, yatırımdan çıkış ve girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışması bakımından da yatırım yapılan girişim şirketinin içerisinde bulunduğu aşama kritik önemdedir. Bu başlık altında yapılan açıklamalar, sadece teknik anlamda girişim şirketleri bakımından değil, özel sermaye yatırımları ve melek yatırımcılar tarafından gerçekleştirilen yatırımlar bakımından da geçerlidir.

B. Çekirdek (Tohum) Finansmanı (Seed Capital)

Çekirdek finansmanı, bir girişim şirketinin ortaya çıkabilmesi için gerekli olan ilk finansmandır⁵⁰¹. Bu finansman aşamasında olan girişim şirketleri ya da girişimlerin henüz piyasaya sundukları bir ürün veya hizmet bulunmaz⁵⁰².

içinde desteklenmiş kurumlara iştirak sağlayan bireysel katılım yatırımcıları için bu oran %100 olarak uygulanır” şeklindedir.

⁵⁰¹ Çetindamar, D. (Ed.). (2003). *The Growth of Venture Capital: A Cross-Cultural Comparison*. Greenwood Publishing Group. s. 76.; Çapanoğlu, S. G. (2005). *Avrupa Birliği’nde Risk Sermayesi Uygulamaları ve Türkiye*. İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları, s 9.

⁵⁰² Gallo, S., & Verdoliva, V. (2022). *Private Equity and Venture Capital: Theory, Evolution and Valuation*. Springer Nature. s. 35.; Dimov, D., & Murray, G. (2008). “Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms.” *Small Business Economics*, 30,

Çoğunlukla, bu aşamada kurulmuş olan bir girişim şirketi de bulunmaz. Bu sebeple, bu aşamadaki finansman, ar-ge finansmanı, ilk finansman, ilk raunt finansmanı⁵⁰³ veya tasarımın finansmanı⁵⁰⁴ olarak isimlendirilir. Çekirdek finansmanı, bir girişim şirketinin genellikle gerçekleştireceği en küçük miktarlı yatırım turu olur.

Çekirdek finansmanın başlıca amacı ar-ge projelerini başarılı girişim şirketlerine dönüştürmektir⁵⁰⁵. Bu sebeple, bu finansman aşamasında risk çok yüksektir⁵⁰⁶ ve riskin hesaplanması da neredeyse imkânsızdır. Öncelikle, Ar-Ge projesinin veya ürün-hizmet fikrinin gerçekten bir ürüne dönüşüp dönüşmeyeceği bilinmez durumdadır. Ayrıca, ar-ge süreci sonucunda ortaya bir ürün çıksa dahi bu ürünün pazarda bir karşılığının olup olmayacağı da belirsizdir⁵⁰⁷. Yani, çekirdek finansmanında hem teknik olarak ürünün ortaya çıkıp çıkmayacağı hem de işletmesel olarak ürünün kullanıcılar nezdinde karşılık bulup bulmayacağı belirsizdir. Bu durum özellikle yüksek teknoloji gerektiren ürünlerde söz konusu olmaktadır⁵⁰⁸. Bu sebeple hem alınan risk hem de riskin getirisini hesaplamak mümkün değildir.

Çekirdek finansmanı hukuki açıdan çeşitli özellikler gösterir. Öncelikli olarak, finansman aşaması açısından borçlanma araçları yerine kurulacak olan şirketten pay verilmesi daha çoğunlukla tercih edilir. Bu durum hem girişimcinin ve girişim fikrinin durumundan hem de girişim şirketinin henüz herhangi bir teminat sağlayamayacak olmasından kaynaklanır. Bu dönemdeki finansmanın yarattığı en önemli problem girişim fikrinin, ürünün veya mevcutsa girişim şirketinin gerçek değerinin hesaplanmasında yaşanan güçlüklerdir. Çekirdek finansmanı aşamasındaki bir şirket bakımından henüz ar-ge aşamasındaki ürünün ve dolayısıyla şirketin değerini hesaplamak ve dolayısıyla yapılacak olan yatırımın karşılığında verilecek

127-152. s. 128.; Cumming, D. J., & Johan, S. A. (2013). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. Academic Press. s. 5.

⁵⁰³ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 30.

⁵⁰⁴ İşeri, F. E. (1993). *Risk Sermayesi*. Ankara: BİAR-Konrad Adenauer Stiftung. s. 27.

⁵⁰⁵ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, 30; De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., & Sapienza, H. J. (2006). "An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy." *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.; Demir, Z. (2018). *Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Finansal Problemlerin Çözümünde Girişim Sermayesi Fonlarının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul s. 18-19; Gallo/Verdoliva, age, s. 35.

⁵⁰⁶ Cooke, D. J. (2011). *Private Equity: Law and Practice*. Sweet & Maxwell. s. 5.; Guilhon, B. (2020). *Venture Capital and the Financing of Innovation*. John Wiley & Sons. s. 97.

⁵⁰⁷ Gallo/Verdoliva, age, s. 35.

⁵⁰⁸ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 30.

şirket payının miktarını hesaplamak tamamen subjektif ve muğlak değerlendirmelere dayanır. Bu sebeple, çekirdek finansmanının girişimci bakımından maliyetinin çok yüksek olduğunu söylemek mümkündür⁵⁰⁹. Başka bir ifadeyle, girişimcinin aldığı yatırım karşılığında verdiği şirket payının yatırımın değerine oranla çok yüksek olması ve girişim şirketinin başarılı olması durumunda girişimciye ciddi zarar vermesi söz konusu olabilecektir.

Bu konu, özellikle girişim şirketinin yönetimi ve dolayısıyla girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışması bakımından önem arz eder. Henüz ortada bir girişim şirketi olmadığı için veya daha yeni kurulmuş bir girişim şirketi olduğu için yatırımcının girişimciye müdahalesinin minimal olması beklenir⁵¹⁰. Bununla beraber, yatırımcı ile girişimci arasındaki bilgi asimetrisinin en yüksek olduğu yatırım aşamalarındadır⁵¹¹ ve bunun neticesi olarak yatırımcının süreçteki rolü pasif olmaz. Yatırımcının ar-ge projesini pazarlanabilir bir ürüne dönüştürme sürecine katkı vermesi beklenir⁵¹². Çekirdek finansmanında yapılan yatırım temel olarak iş planının hazırlanması, ar-ge çalışmalarının gerçekleştirilmesi, pazar analizlerinin yapılması gibi alanlarda kullanılır⁵¹³.

Hukuki olarak çekirdek finansmanı ayrıca imzalanacak olan sözleşmeler bakımından önem ve farklılık arz eder. Bu dönemdeki finansman büyük çoğunlukla henüz bir girişim şirketi kurulmadan önce gerçekleştirilir. Bu sebeple de aslında şirketler hukuku bağlamında bir şirketin paylarının devralınması bu dönemde söz konusu olmaz. Çekirdek finansmanı aşamasında, yatırımcı ile girişimci arasında imzalanan sözleşme, girişim konusu ürünün geliştirilmesi ve ileride kurulacak olan girişim şirketinin paylarının devralınmasına ilişkindir. Bu çerçevede, çekirdek finansman aşamasında imzalanan yatırım sözleşmesi tipik bir adi ortaklık sözleşmesi özelliklerini gösterecektir. Bu sözleşme kapsamında yatırımcı bir miktar parayı,

⁵⁰⁹ De Clercq/Fried/Lehtonen/Sapienza, agm, s. 93.

⁵¹⁰ Aksi yönde bkz. Dimov/Murray, agm, 130.; Kaplan, S. N., & Strömberg, P. E. (2004). "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence From Venture Capitalist Analyses". *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210 (Characteristics, Contracts, and Actions).; Sapienza, H. J., & Gupta, A. K. (1994). "Impact of Agency Risks And Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction". *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618-1632.

⁵¹¹ Dimov/Murray, agm, s. 130.

⁵¹² Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, s. 30.

⁵¹³ İşeri, age, s. 27.

girişimci ise emeğini ve fikrini sermaye olarak koymuş olacaktadırlar. Girişim finansmanına 6zgü s6zleşme tipleri ileride detaylı olarak inceleneceğinden bu aşamada sadece kavramsal olarak değinilmiştir.

Çekirdek finansmanının toplam girişim sermayesi ve melek yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlar içerisinde çok kk bir orana sahip olduğunu belirtmek gerekir⁵¹⁴. Yukarıda açıklamış olduğumuz riskler ve bu d6nemin spekulatif yapısı yatırımcıları çekirdek finansmanı yatırımı yapmasını engelleyen hususlar olarak 6n plana çıkmaktadır.

C. Başlangıç Finansmanı (*Startup Capital*)

Bu aşamada artık bir girişim şirketi kurulmuştur veya kuruluş aşamasındadır ve girişim şirketinin artık uygulanabilir bir iş planı bulunmaktadır⁵¹⁵. Başlangıç finansmanı daha çok ofis kirası, demirbaş harcaması, pazar araştırmasının derinleştirilmesi, personel masrafları gibi alanlarda kullanılır⁵¹⁶. Bu aşamada artık çekirdek aşamasını geçmiş ve ticarileştirilebilir ürünü olan bir girişim şirketi s6z konusudur⁵¹⁷. Başka bir ifadeyle, bu aşama, tasarım aşamasından satış ve kurumsallaşma aşamasına geçişi ifade etmektedir.

Bu aşamada kurulmuş bir girişim şirketi bulunsa da yatırımın riski hâlâ çok yksektir⁵¹⁸. Başlangıç finansmanına ihtiyaç duyan bir girişim şirketinin ihtiva ettiği risk, şirketin ihtiyaç duyduğu finansman miktarı ve girişim şirketinin başa baş noktasına⁵¹⁹ ulaşması için gerekli olan süre olmak üzere iki değişkene bađlıdır⁵²⁰.

⁵¹⁴ Tuncel, age, 53.; İşeri, age, 27-28.; Rausch, L. (1998). *Venture Capital Investment Trends in the United States and Europe*. <https://www.nsf.gov/statistics/issuebrf/sib99303.htm> (e. t. 17.02.2023).; De Clercq/Fried/Lehtonen/Sapienza, agm, 92.; Cooke, age, s. 5.; Ertürk, age, s. 17. Arundale, age, s. 26-27.

⁵¹⁵ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, 42; apanoğlu, age, s. 9.

⁵¹⁶ İşeri, age, s. 28.

⁵¹⁷ Schwartz, D. (2010). *The Future Of Finance: How Private Equity And Venture Capital Will Shape The Global Economy*. John Wiley & Sons. s. 21; Çetindamar, age, s 76. Cumming/Johan, age, 5. Gompers/Lerner, agm, 154.

⁵¹⁸ Uludağ, İ. (1996). *Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ'ler ve Risk Sermayesi şirketleri Modeli*. İstanbl Ticaret Odası Yayınları, Yayın No:1996-42. S. 25.; Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, 42.

⁵¹⁹ Başabaş noktası (*break-even point*) şirketin faaliyet gelirinin giderlerini karşılamaya yettiği ve şirketin karlılık aşamasına geçmesinden 6nceki d6nemi ifade etmektedir. Williams, S. (2019). *The Financial Times Guide to Business Start Up 2019-2020*. 31 Edition. Pearson Publishing. s. 232; Bhimani, A. (2017). "Financial Management for Technology Start-ups". *A Handbook for Growth*. Kogan Page. s. 53.

⁵²⁰ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 42

Başka bir ifadeyle, girişim şirketinin riski gerçekleştirilen yatırım karşılığında başa baş noktasına ulaşip ulaşamayacağıdır. Başlangıç finansmanında sağlanan fon, çekirdek finansmanından yüksek olsa da hâlâ çok düşüktür⁵²¹. Bu durum, çekirdek finansmanında olduğu gibi riskin yüksek olmasıyla ilintilidir.

Başlangıç sermayesi hukuki açıdan pay devrine ilişkin tipik sorunları bünyesinde ihtiva eder. Bu aşamada kurulmuş olan bir girişim şirketi bulunduğu için, çoğunlukla gerçekleştirilen yatırım karşılığında girişim şirketinin paylarının bir kısmı yatırımcıya devredilir. Bu durum yatırımcı ile girişimci arasındaki tipik menfaat çatışmalarını ortaya çıkarma bakımından potansiyel yaratır. Bu aşamada, pay devri haricinde borçlanma araçları ile finansman da söz konusu olabilmektedir. Özellikle, paya dönüştürülebilir tahviller en çok kullanılan hukuki araçlardan biridir.

Çekirdek finansmanında söz konusu olan adi ortaklık yapısı bu aşamada mevcut bir şirket söz konusu olduğu için genellikle söz konusu olmaz. Başlangıç finansmanı bakımından, eğer mevcutsa, çekirdek finansmanı aşamasında girilmiş olan hukuki ilişkilerin mutlaka dikkate alınması gerekir. Özellikle, her iki aşamada farklı yatırımcıların yatırım yapması söz konusu olursa, çekirdek finansmanında yatırım yapan yatırımcının girişimci ile arasındaki sözleşme gereği kurulmuş veya kurulacak olan girişim şirketinden elde edeceği pay oranının yeni yatırımcı ile eski yatırımcı bakımından ihtilafa dönüşmesi söz konusu olabilecektir.

Hem çekirdek finansmanı hem de başlangıç finansmanı⁵²² bakımından, melek yatırımcıların girişim sermayesi fonlarına göre daha yaygın olarak yatırım yaptığını belirtmek gerekir⁵²³. Bu aşamalarda gerçekleştirilen yatırımlar, melek yatırımcıların sınırlı finansal kaynakları daha etkin ve bu yatırımları kaldıraç olarak kullanmasını sağlar⁵²⁴.

⁵²¹ Tuncel, age, s. 54.

⁵²² Bu iki aşama literatürde birlikte erken aşama finansmanı (early stage financing) olarak da isimlendirilmektedir. Bkz. Çetindamar, age, s. 76.; Gompers/Lerner, agm, s. 154.

⁵²³ Çetindamar, age, s. 40.

⁵²⁴ Çetindamar, age, s. 41.

Ç. Birinci Devre Finansmanı/Erken Aşama Finansmanı⁵²⁵

Birinci devre finansmanı bir girişim şirketinin artık başlangıç aşamasından gerçek iş hayatına geçiş yaptığı aşamayı ifade etmektedir⁵²⁶. Girişim şirketi bu aşamada büyümeye başlamış ve hem finansal olarak hem de marka ve pazar imajı olarak stabilite kazanma süreci içerisinde⁵²⁷.

Bu aşamada artık ürün veya hizmetle ilgili sorunlar çözülmüştür⁵²⁸, bununla birlikte satış hasılatı hâlâ çok düşüktür⁵²⁹. Erken aşama finansmanı bu durumlarda önemli bir büyüme potansiyeli gösteren ancak cirosu ve dolayısıyla kârlılığı düşük kalmış olan girişim şirketlerinin desteklenmesi bakımından bir araç olarak kullanılabilir⁵³⁰.

Bu aşamanın risk profili tohum finansmanı ve başlangıç finansmanı ile çok benzerdir⁵³¹ ancak tamamlanmış bir ürün söz konusu olduğundan riskin ağırlığı bir miktar azalmıştır. Ürün veya hizmetle ilgili teknik problemler çözülmüş olsa da satış, pazarlama, markalaşma gibi konularda girişim şirketi henüz bir başarı kazanmamıştır⁵³². Bu aşamadaki şirketlerin banka finansmanı gibi geleneksel finansman yöntemlerinden faydalanması hâlâ çok zor zordur.

Öğretide geçit finansmanı veya ikinci aşama finansman olarak isimlendirilen ve erken aşama finansmanı sonucunda elde edilen finansman kaynaklarının tüketilmesi neticesinde ihtiyaç duyulan finansmanın sağlanmasını ifade eden bir aşama daha bulunmaktadır⁵³³. Bu finansman aşaması birinci devre finansmanı ile aynı özellikleri gösterdiği için ayrıca incelenmeyecektir.

⁵²⁵ Öğretide bu safhadaki finansman için “erken aşama finansmanı” terimi de kullanılmaktadır. Bununla birlikte, erken aşama finansmanı; tohum/çekirdek finansmanı ve başlangıç finansmanı için bir çatı kavram olarak da kullanıldığından çalışmamızda bu aşamadaki finansman türü Birinci Devre Finansmanı olarak kullanılmaktadır.

⁵²⁶ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 33; Uludağ, age, s. 25.

⁵²⁷ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 33.

⁵²⁸ Tuncel, age, s. 55.

⁵²⁹ İşeri, M. (2001). *Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği*. İstanbul: Türkmen Kitapevi. s. 45.

⁵³⁰ Tuncel, age, 55.; Uludağ, age, s. 25.

⁵³¹ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 33.

⁵³² Albez, A. (2018). *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*. Ankara: Sonçağ Yayınları. s. 66.

⁵³³ Uludağ, age, s. 25-26; Tuncel, age, s. 56-57; İşeri, age, s. 45.

Hukuki olarak değerlendirildiğinde, bu aşama diğer erken aşama yatırım aşamaları gibi önemli sorunlar ihtiva eder. Öncelikle, daha önce ifade edildiği üzere girişim şirketinin gerçek piyasa değerini tespit etmek mümkün olmadığı için yatırımcıya verilen pay karşılığı alınan yatırım arasında bir orantısızlık bulunabilir. Ayrıca, ürün veya hizmete ilişkin teknik sorunların çözülmüş olmasının etkisiyle, bu aşamada yatırımcı müdahalesi daha yüksek seviyede olur⁵³⁴. Girişim sermayesi veya özel finansman şirketleri bu aşamada kendi uzmanlıklarını dikkate alarak stratejik yatırım kararlarına verilen destek, pazarlama ve finans alanlarındaki destekleri de içerecek şekilde girişim şirketine katkı sağlamaya çalışırlar⁵³⁵. Bu durum da yatırımcı ile girişimci arasındaki çatışmayı artırma eğilimi gösterir.

D. Gelişme/Büyüme Finansmanı (*Expansion/Development Finance*)

Gelişme finansmanı, büyümekte olan veya büyümek isteyen girişim şirketlerinin başvurdukları finansman aşamasıdır⁵³⁶. Gelişme finansmanı aşamasındaki girişim şirketleri başa baş noktasına ulaşmış ve çoğu zaman kâr etmeye başlamıştır. Bu şirketler bakımından erken finansman aşamalarında karşılaşılan ürün, pazar gibi engeller çoğunlukla bulunmaz.

Bu aşamadaki finansman genellikle organik büyüme modelleri açısından önemli olan yeni üretim tesislerinin kurulması, teknolojilerin geliştirilmesi, ürünün daha iyi hale getirilmesi veya yeni bir üretim hattı kurulması gibi faaliyetler için harcanır⁵³⁷. Bununla birlikte büyüme finansmanının birleşme & devralmalar gibi organik olmayan büyüme yöntemleri için kullanılması da mümkündür⁵³⁸.

Türk girişim ekosisteminin önemli oyuncularından biri olan Getir Perakende Lojistik A.Ş. tarafından alınan yatırımlar gelişme finansmanı bakımından önemli bir örnektir. Getir'in Ocak 2020 ve Ocak 2021'de aldığı yatırımları⁵³⁹ bir gelişme finansmanı olarak değerlendirmek mümkündür. Getir'in almış olduğu bu yatırımlarla

⁵³⁴ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*. s. 33.

⁵³⁵ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*. s. 33.

⁵³⁶ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*. s. 33; Uludağ, age. s. 26.; Tuncel, age. 57.; Gallo/Verdoliva, age, s. 38.

⁵³⁷ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, 34; Gallo/Verdoliva, age, s. 38;

⁵³⁸ Gallo/Verdoliva, age, 38.

⁵³⁹ Ögütçü, H. (2022). “Getir, 11.8 Milyar Dolar Değerleme Üzerinden 800 Milyon Dolar Yatırım Alarak Decacorn Oluyor”. <https://egirisim.com/2022/03/12/getir-11-8-milyar-dolar-degerleme-uzerinden-800-milyon-dolar-yatirim-alarak-decicorn-oluyor/> (e.t. 11.01.2023)

çeşitli ülkelerdeki faaliyetlerini geliştirdiği ve bazı yeni ülkelerde faaliyete başladığı bilinmektedir⁵⁴⁰. Ayrıca Getir, elde etmiş olduğu bu finansman ile çeşitli birleşme ve devralma faaliyetlerinde bulunarak rakiplerini satın alma ve böyle inorganik bir şekilde de büyüme yoluna gitmektedir⁵⁴¹.

Risk açısından değerlendirildiğinde, bu aşamada artık piyasa değeri oluşmuş olan bir şirket söz konusu olduğu için daha düşük bir yatırım riski söz konusudur⁵⁴². Bu aşamada girişim şirketinin geleceğine ilişkin belirsizlikler önemli ölçüde ortadan kalkmıştır.

Bu finansman aşamasının hukuki özellikleri ise diğer finansman aşamalarından farklılık gösterir. Yukarıda bahsettiğimiz üzere, bu aşamada girişim şirketinin piyasa değeri belirli olmaya başlamıştır ve bu değer yüksek bir değerdir. Bu bakımdan bir girişim sermayesi şirketinin tek başına yatırım yapması ve şirkette büyük pay alması çok nadir rastlanır⁵⁴³. Bu aşamadaki girişim şirketleri bakımından daha küçük paylara sahip daha fazla sayıda yatırımcı söz konusu olur. Bu durum girişimcinin şirket işlerine müdahalesini ve şirket üzerindeki etkisini azaltıcı bir faktör olarak ortaya çıkar. Bununla birlikte, gelişme sermayesinin organik büyüme yöntemleri yerine yeni şirketlerin satın alınması gibi organik olmayan yöntemlere harcanması durumunda yatırımcı müdahalesi yüksek bir seviyede olacaktır⁵⁴⁴.

⁵⁴⁰ Ulukan, G. (2022). “768 Milyon Dolar Yatırım Alan Getir, 11.8 Milyar Dolar Değerleme ile Decacorn Oldu.” <https://webrazzi.com/2022/03/17/768-milyon-dolar-yatirim-alan-getir-118-milyar-dolar-degerleme-ile-decacorn-oldu/> (e. t. 11.01.2023).

⁵⁴¹ İçözü, T. (2022). “Getir Avrupa’daki Rakibi Gorillas’ı 1.2 Milyar Dolara Satın Aldı.” <https://webrazzi.com/2022/12/09/getir-avrupa-daki-rakibi-gorillas-i-1-2-milyar-dolara-satin-aliyor/> (e. t. 11.01.2023).

⁵⁴² Caselli/Negri, Venture Capital in Europe. s. 34; Gallo/Verdoliva, age, s. 38-39.

⁵⁴³ Caselli/Negri, Venture Capital in Europe. s. 34.

⁵⁴⁴ Gallo/Verdoliva, age, s. 38.

Hukuki açıdan değerlendirildiğinde gelişme finansmanı yatırımcılar bakımından çeşitli zorluklar ihtiva eder. Öncelikle, erken aşama finansman türlerinin aksine bu aşamada yerleşik bir şirket bulunmaktadır ve bir yatırım öncesi ciddi bir hukuki, finansal inceleme ve girişim şirketinin değerlemesinin yapılması gerekmektedir. Ayrıca, gelişme sermayesi yatırımlarında birbirleriyle çatışan menfaatlere sahip birçok yatırımcı ile de müzakere yürütmek gerekmektedir⁵⁴⁵.

E. Köprü Finansmanı (*Bridge Financing*) / Ara Finansman (*Mezzanine Finance*)

Köprü finansmanı olarak isimlendirilen bu finansman türü, halk arz veya birleşme & devralma⁵⁴⁶ aşamasında olan girişim şirketlerine yapılan finansmanı ifade etmektedir⁵⁴⁷. Köprü finansmanı bir yatırım aşaması olarak gelişme finansmanını takip eder ve özellikle borç-öz kaynak oranının henüz beklenen seviyede olmadığı durumlarda muhtemel bir halka arz veya satış öncesinde söz konusu olur⁵⁴⁸. Bu finansman aşamasına köprü finansmanı denmesinin temel nedeni girişim şirketinin nakit varlığının tükenmesi ile bir sonraki finansman aşaması arasında bir köprü görevi görüyor olmasıdır⁵⁴⁹. Ara finansman da genellikle vadesi iki yıldan daha kısa olan bir köprü finansmanı biçimidir⁵⁵⁰.

Köprü finansmanında risk önceki dönem finansman aşamalarına göre daha düşüktür. Köprü finansmanının yatırımcılar bakımından en büyük avantajı ise yatırımın kısa vadeli olmasıdır⁵⁵¹. Gerçekten, köprü finansmanında yatırımın 6-12 ay içerisinde geri dönüşü beklenmektedir. Köprü finansmanı ile yatırım yapılan şirketin asıl yatırım turu arasındaki süre yatırımın riskini artırmaktadır. Süre kısaysa finansmanın maliyeti de yatırım riski de düşmekte, süre uzadığında ise hem maliyet hem de risk önemli ölçüde artmaktadır⁵⁵².

⁵⁴⁵ Gallo/Verdoliva, age, 38.

⁵⁴⁶ Gregoriou, G. N. (Ed.). (2008). *Encyclopedia of Alternative Investments*. CRC Press. s. 50.

⁵⁴⁷ Cumming/Johan, age, s. 5.; Glazer, A. S. (1989). "Acquisition Bridge Financing by Investment Banks." *Business Horizons*, 32 (5), 49; Zaimoğlu, age, s. 77; Tuncel, age, s. 58.; Uludağ, age, s. 26.

⁵⁴⁸ Gregoriou, age, s. 50.

⁵⁴⁹ Harris, T. J. (2002). "Bridge Financing Over Troubled Waters". *The Journal of Private Equity*, 6(1), 59.

⁵⁵⁰ Uludağ, age, s. 26.; Çapanoğlu, age, s. 10.

⁵⁵¹ Gregoriou, age, s. 51.

⁵⁵² Harris, agm, s. 60.

Köprü finansmanı, melek yatırımcılar veya girişim sermayesi fonları tarafından sağlanabilmektedir. Ancak uygulamada girişim sermayesi fonlarının, daha önceki yatırımlarını korumak maksadıyla köprü yatırımına yöneldikleri görülmektedir⁵⁵³. Köprü finansmanında genellikle hisseye dönüştürülebilir tahviller kullanılır⁵⁵⁴. Bu bakımdan girişim sermayesi şirketleri köprü finansmanını sonraki turda yapacakları yatırımın bir ön ödemesi olarak görürler⁵⁵⁵.

F. Yerine Koyma Sermayesi (*Replacement Financing*)

Yerine koyma sermayesini, girişim sermayesinin değil, özel sermayenin bir türü olarak değerlendirmek daha doğru olacaktır⁵⁵⁶. Şirketler, beklenen büyümelerini gerçekleştirdikten sonra belli bir olgunluğa erişirler⁵⁵⁷. Bu dönemde artık iş akışları, kârlılık, satış rakamları gibi göstergeler belirli bir stabilite kazanmış olmaktadır. Bu dönemde şirketlerin büyümesi karşısında kurumsal yönetim ve finansman taleplerinin söz konusu olması gibi ihtiyaçlar da ortaya çıkmaktadır⁵⁵⁸. Yerine koyma sermayesi, şirketin mevcut paydaşlarının paylarını satmasına imkân veren bir yatırım türüdür⁵⁵⁹. Yerine koyma sermayesi, genellikle, şirket yönetiminde farklı bir yöntem/anlayış benimsenmesi, şirket pay sahipleri arasındaki uyuşmazlıklar dolayısıyla pay sahiplerinin değiştirilmesi⁵⁶⁰ veya şirketin halka arz edilmesi gibi stratejik sebeplerle kullanılır⁵⁶¹.

Yerine koyma sermayesinde risk oldukça düşüktür⁵⁶². Şirketin bu aşamada artık iş modeli oturmuştur ve şirket belirli bir ölçüde kurumsallaşmıştır. Bu aşamada söz konusu olacak riskler şirkete özgü riskler değil daha genel anlamda piyasa riskleridir.

⁵⁵³ Harris, agm, s 59.

⁵⁵⁴ Gregoriou, age, s. 51.

⁵⁵⁵ Harris, agm, s. 59.

⁵⁵⁶ Arundale, age., s. 4.; Gallo/Verdoliva, age, s. 12.

⁵⁵⁷ Gallo/Verdoliva, age. s. 42; Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, 34.

⁵⁵⁸ Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, 34.; Gallo/Verdoliva, age, s. 42.

⁵⁵⁹ Demaria, C. (2020). *Introduction to Private Equity, Debt and Real Assets. From Venture Capital to LBO, Senior to Distressed Debt, Immaterial to Fixed Assets*. New York: John Wiley & Sons Ltd., s 181.; Tuncel, age, s. 58.; Uludağ, age. s 27.; Cumming/Johan, age. s. 5.; Dziekoński, K., Ignatiuc, S. (2017). "Venture Capital and Private Equity Investment Preferences in Selected Countries" *Financial Internet Quarterly*, 11(3), 131.

⁵⁶⁰ Tuncel, age, s 58.

⁵⁶¹ Zaimoğlu, age. s 80; Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, 34.; Uludağ, age, s 27.

⁵⁶² Gallo/Verdoliva, age. 42.

Hukuki olarak incelediğimizde yerine koyma sermayesi, şirket hisse senetlerinin devrinin söz konusu olduğu geleneksek bir devralma işlemidir. Şirket önemli bir büyüklüğe ulaştığı için ciddi ve kimi zaman yorucu bir inceleme süreci söz konusu olur. Yerine koyma sermayesinde alıcı, şirket yönetimine ilişkin bir kısım imtiyazları talep eder ve devralma sürecinde bu konuda önemli bir müzakere süreci yürütülür⁵⁶³. Yerine koyma sermayesinde yatırımcının şirket yönetimine müdahalesi en üst seviyededir⁵⁶⁴. Yerine koyma yatırımının asıl amacı şirketin kurumsal dönüşümünü sağlamak olduğu için yatırımcı sadece finansal yatırımı değil kendi deneyimini ve teknik bilgisini de şirkete getirir⁵⁶⁵. Bu bakımdan yerine koyma sermayesini salt bir maddi yatırımdan çok bir danışmanlığa benzetmek de mümkündür⁵⁶⁶. Hukuki nitelik olarak ise vekâlet sözleşmesi veya atipik iş görme sözleşmesinin özelliklerini göstermektedir. Yatırımcının şirket yönetimine olan müdahalesinin üst seviyeye çıkması, yatırımcı ile girişimci arasındaki çatışmayı da yönetilmesi zor bir seviyeye getirir.

G. Kurtarma Finansmanı (*Vulture Finance/Recovery Financing/Turnaround Financing*)

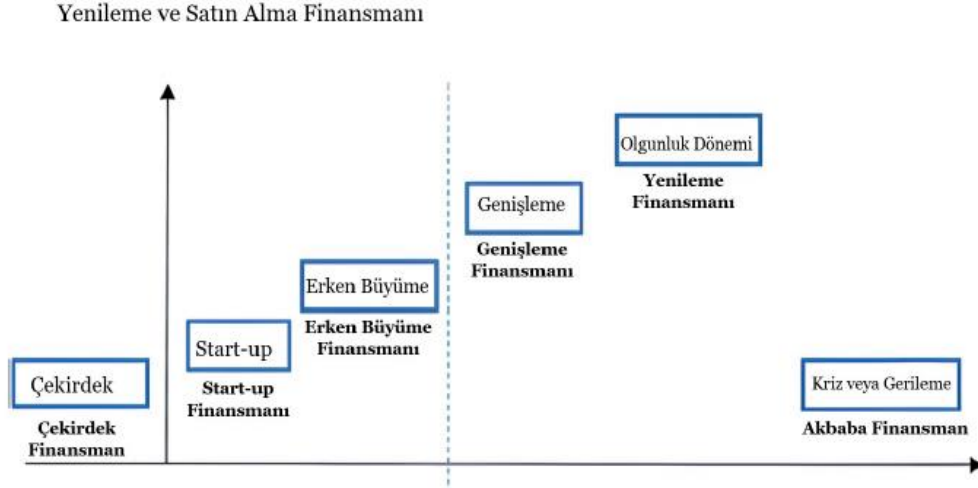
Şimdiye kadar, bir girişim şirketinin fikir tasarım aşamasından itibaren büyüme süreçlerinde ve son olarak da olgunluğa erişme dolayısıyla ortaya çıkan kurumsallaşma gereklilikleri dolayısıyla ihtiyaç duyduğu finansman aşamalarını inceledik. Bu aşamalar aslında bir şirketin kuruluşan sona ermesine kadar olan süreçleri de göstermesi bakımından önemlidir.

⁵⁶³ Demaria, age. s 190.

⁵⁶⁴ Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, s. 35.

⁵⁶⁵ Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, s. 35.

⁵⁶⁶ Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, s. 36.



Şekil 3.5. Finansman aşamaları⁵⁶⁷

Gerçekten, çekirdek finansmanı ile başlayan büyüme ve olgunlaşma trendi, yerine koyma finansmanı ile kurumsallaşma ve dönüşüme evrilmekte, son olarak krize giren şirketlerin kurtarılması için ihtiyaç duyulan kurtarma finansmanına evrilmektedir. Kurtarma finansmanı, şirketlerin finansal performansının iyileştirilmesi, stratejik değişiklikler yapılması ve yeniden kredibilite kazanılması için kullanılan bir ‘yeniden yapılandırma’ finansmanıdır⁵⁶⁸. Kurtarma finansmanı bazı durumlarda, şirketin iflasın eşliğinden dönüp tekrar prestijli bir şirket olarak faaliyetlerine devam etmesini de sağlamaktadır⁵⁶⁹. Kurtarma finansmanını da yerine koyma finansmanı gibi bir girişim sermayesi türü değil özel sermaye türü olarak değerlendirmek gerekir⁵⁷⁰.

Kurtarma finansmanı, en riskli finansman aşamaları arasında yer almaktadır⁵⁷¹. Kurtarma finansmanının kullanılacağı kurtarma planının başarılı olup olmayacağı önemli miktarda belirsizlikler içermektedir⁵⁷².

⁵⁶⁷ Gallo/Verdoliva, age. s. 48.

⁵⁶⁸ Smith, J.K., Smith, R.L., & Bliss, R. T. (2011). *Entrepreneurial Finance: Strategy, Valuation and Deal Structure*. Stanford Economic and Finance. s 592 vd.; Kumar, A. (2022). *Entrepreneurship Finance*. Red’Shine Publication, s 173.; Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, 36.; OECD. (2015). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*. OECD Publishing. s 107.; OECD. (2006). *The SME Financing Gap, Volume II, Proceedings of the Brasilia Conference*. OECD Publishing. s 154.; Reid, G.C. (1998). *Venture Capital Investments: An Agency Analyses of Practice*. Routledge, s. 136.; Cumming/Johan, age. s. 5.

⁵⁶⁹ Da Rin/Hellman, age, s. 364.

⁵⁷⁰ Cumming/Johan, age. s 5;

⁵⁷¹ Plagge, A. (2006). *Public Policy for Venture Capital: A Comparison of the United States and Germany*. Deutscher Universitäts-Verlag, s 4. Uludağ, age, s 28.

Hukuki açıdan kurtarma finansmanı önemli özellikler gösterir. Öncelikle, yatırımcı kurtarma planının uygulanabilmesi için şirket kontrolünün kendisine geçmesini ister⁵⁷³. Bu çerçevede, çoğunlukla yönetim kurulu ve yönetici pozisyonları yatırımcının temsilcilerine geçer⁵⁷⁴. Şirketin mevcut pay sahipleri ile girişimciler ise daha pasif olarak nitelendirilebilecek roller üstlenirler. Yatırımcı, şirketin kontrolünü ele geçirdikten sonra, şirketin yeniden yapılandırılması için kabul edilen planı uygular ve planın uygulanmasını denetler⁵⁷⁵. Bu yönüyle kurtarma finansmanı şimdiye kadar incelediğimiz finansman türlerinden önemli ölçüde ayrışır. Bu durumda yatırımcı ile girişimci arasındaki menfaat çatışmasının en yüksek seviyelere çıkması söz konusu olur. Kurtarma finansmanının, finansmana konu şirketin durumu ve ihtiva ettiği riskler bakımından tasnif ettiğimizde çok istisnai bir nitelik taşıdığını söylemek mümkün olmaktadır.

III. Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi ve Girişim Sermayesi Yatırımından Çıkış

Girişim sermayesi yatırımlarının başlangıcından tamamlanmasına kadar olan kısmına ilişkin bütün aşamalar bu tezin çeşitli bölümlerinde parçalar halinde açıklanmıştır. Bununla birlikte, tezin bu kısmında bu aşamalar özet halinde ve bir arada açıklanacaktır.

A. Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi

Girişim sermayesinin işleyişi veya uluslararası literatürde girişim sermayesi döngüsü (*venture capital cycle*) olarak isimlendirilen süreci; (i) fon toplanması, (ii) yatırım, (iii) yönetim, gözetim ve değer katma, (iv) çıkış olarak dörde ayırmak mümkündür⁵⁷⁶.

Aşağıda yer alan grafik, tipik bir girişim sermayesi işlemindeki aşamaları göstermektedir.

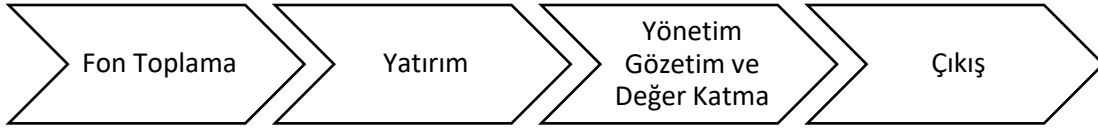
⁵⁷² Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 36.

⁵⁷³ Zaimoğlu, age. s 81.

⁵⁷⁴ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, 36.; Zaimoğlu, age. s 81; Bu dönemde atanan yöneticilere ilişkin detaylı bilgi için bkz. Platt, H. D. (2012). *Principles of Corporate Renewal*. The University of Michigan Press. s 6-11.

⁵⁷⁵ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 36.

⁵⁷⁶ Gompers/Lerner, age. s. 3; Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 154.; Tyebjee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). "A Model of Venture Capitalist Investment Activity". *Management Science*, 30(9), 1051-1066.



Şekil 3.6.Girişim sermayesi işleyiş aşamaları

1. Fon toplanması

Girişim sermayesi sistemi, fon toplanmasıyla birlikte işlemeye başlar. Girişim sermayesi şirketleri veya fonları; emeklilik fonları, sigorta şirketleri, kamu kurumları, bankalar, bireysel yatırımcılar gibi yatırımcılardan girişim şirketlerine yatırım yapmak üzere fon toplarlar⁵⁷⁷. Yatırım yapılacak fon veya ortaklıkların seçimi sırasında yatırımcılar tarafından dikkate alınan ana motivasyon, finansal piyasanın sunduğundan daha yüksek getiri elde etmektir⁵⁷⁸.

Girişim sermayesi sisteminde fon toplanmasına ilişkin olarak bu Çalışmanın İkinci Bölüm, I.Ç.3 “Girişim Sermayesinde Fon Kaynakları” başlığı altında açıklama yapıldığı için bu kısımda, ilgili bölüme atıf yapmakla yetiniyoruz.

2. Yatırım

Girişim sermayesi sisteminde ikinci aşama yatırım aşamasıdır. Bu aşamada, girişim sermayesi fon ve şirketleri yatırım yapacak girişim şirketleri arar ve yatırım süreçlerini yürütürler. Girişim sermayesi şirket veya fonları tarafından fon toplama süreci tamamlandıktan sonra bu fonların yatırıma dönüştürülmesi ve getiri hedeflerinin karşılanması yönünde bir baskı ortaya çıkar⁵⁷⁹.

Yatırım aşaması, girişim sermayesi yoluyla yatırım kararının son derece seçici doğası ve içerdiği birden fazla basamak nedeniyle, özellikle erken aşama ve yüksek riskli sektörlerde, uzun zaman içerisinde gerçekleşir⁵⁸⁰. Yapılacak girişim sermayesi yatırımı bakımından, yatırım için hedeflenen girişim şirketinin faaliyet gösterdiği sektör, girişimciler tarafından sunulmuş olan iş planı, girişimci ekibinin yetkinlikleri

⁵⁷⁷ Ramsinghani, age, s. 3.; Cumming/Johan, age. s. 81-83; Pearce/Barnes, age, s.9-11.; Uludağ, age. s 15.

⁵⁷⁸ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 158.

⁵⁷⁹ Ramsinghani, M. (2014). age. s. 4.

⁵⁸⁰ Klonowski, D. (2010). *The Venture Capital Investment Process*. Palgrave Macmillan, s 25. (Investment Process). Caselli/Negri, age, s 161.

ve girişim şirketinin çıkış stratejisi gibi birçok farklı değişken göz önünde bulundurulur⁵⁸¹.

Girişim sermayesi kuruluşunun gerçekleştireceği yatırımın keşfi ve seçiminde; sektör analizi, girişim şirketinin gelir beklentilerine yönelik analizler, şirketin bir kısım finansal teknikle benzer şirketlerle karşılaştırılması ve değerlemesi (*valuation*), şirket kurucularına ve insan kaynaklarına ilişkin analizler, hukuk, vergi, finans, çevre gibi alanlarla ilgili incelemeler (*due diligence*) gibi birçok farklı yöntem ve araç kullanılır⁵⁸².

Bir kısım girişim sermayesi kuruluşlarının sektör farkı gözetmeksizin yatırım yaptığı, bir kısmının ise sadece belirli sektörlerle ve belirli alanlara yatırım yaptığı gözlenmektedir. Örneğin, Türk sermaye piyasalarında faaliyet gösteren Ak Portföy Yönetimi A.Ş. Agesa Emeklilik Teknoloji Girişim Sermayesi Yatırım Fonu; (a) yapay zekâ ve büyük veri, siber güvenlik, nesnelerin interneti, blok zincir, biyoteknoloji ve sağlık teknolojileri ile enerji teknolojileri alanlarına yatırım yapmayı hedeflemektedir⁵⁸³. Görüldüğü üzere, örnek verilen fon sadece teknolojinin belirli ve özel bir kısım alanlarına yatırım yapmayı hedeflemektedir. Hem GSYO'lar hem de GSYF'ler bakımından benzer örnekleri çoğaltmak mümkündür.

Bir girişim sermayesi yatırım süreci, girişim sermayesi kuruluşunun yatırım için potansiyel adaylar taramasıyla başlar. Girişimciliğin günümüzde son derece popüler olmasının bir neticesi olarak, girişim sermayesi kuruluşları birçok girişimci tarafından başvuru alırlar veya başka kişiler tarafından kendilerine birçok hedef şirket gösterilir. Girişim sermayesi kuruluşları kendilerine gelen girişim şirketleri ile ilgili bir ön tarama yaparak bu şirketlerin önemli bir kısmını doğrudan eler⁵⁸⁴. Bu ön eleme neticesinde ortaya çıkan belirli sayıdaki girişim şirketi, bu çoğu zaman gelen

⁵⁸¹ Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 161.

⁵⁸² Klonowski, *Investment Process*, 33-35. Caselli/Negri, *Venture Capital in Europe*, s. 161.

⁵⁸³ <https://www.kap.org.tr/tr/fon-bilgileri/genel/tav-ak-portfoy-yonetimi-a-s-agesa-emeklilik-teknoloji-girisim-sermayesi-yatirim-fonu> (e. t. 11 Ağustos 2023).

⁵⁸⁴ Zeisberger, C., Prahl, M., Bowen, W. (2017). *Mastering Private Equity Transformation via Venture Capital, Minority Investments & Buyouts*. Wiley. s. 73.; Klonowski, *Investment Process*, 31.; Cumming/Johan, *agm*, s. 305.; Zaimoğlu, *age*, s. 85.

başvuruların %5-10'u gibi bir rakama tekabül eder, hakkında ön bir inceleme gerçekleştirilir (*preliminary due diligence*)⁵⁸⁵.

İlk tarama neticesinde seçilen bu şirketlerle, tarafların gizli bilgilerinin ve ticari sırlarının korunmasına yönelik bir gizlilik anlaşması imzalanır. Gizlilik sözleşmesi, tarafların birbiriyle bilgi alışverişine başlamadan önce imzaladığı, hukuki niteliği olan ilk belge olma özelliğini taşır⁵⁸⁶. Gizlilik sözleşmesi en temel tanımıyla gizli bilgiyi ifşa edenle bu bilgiyi çeşitli sebeplerle alan arasında imzalanan özel hukuk sözleşmesidir⁵⁸⁷.

Özellikle girişimciliğin finansmanı bakımından gizlilik sözleşmesinin öneminin altını çizmek gerekir. Türk hukuk sistemi, somutlaşmamış fikrin korunması için bir çerçeve sunmamaktadır⁵⁸⁸. Bu bakımdan, girişimcilerin fikirlerinin korunması için gizlilik sözleşmelerine önem vermeleri gerekmektedir. Bununla birlikte, uygulamada, finansman için başvuran girişimcilerin bu konuda herhangi bir hassasiyet göstermediği ve başvuru veya görüşmelerinde herhangi bir gizlilik düzenlemesi talep etmedikleri gözlenmektedir.

Bu ön aşamanın tamamlanması ile birlikte tatmin edici bulunan girişim şirketleri hakkında daha detaylı bir inceleme süreci başlar. Bu süreç içerisinde genellikle taraflar arasında bir münhasırlık anlaşması veya münhasırlık anlaşmasını da içeren bir niyet mektubu⁵⁸⁹ imzalanır. Çoğunlukla bu niyet mektubu ile birlikte bir ön teklif sunulur veya teklif belirlenebilir hale getirilir⁵⁹⁰. Münhasırlık anlaşması, anlaşmada belirlenen süre boyunca girişimcinin başka yatırımcılarla görüşmesini engeller. Niyet mektubu, girişim şirketine yapılacak yatırım bakımından temel

⁵⁸⁵ Cumming/Johan, agm, s. 305-306.; Zeisberger/Prahl/Bowen, age, s. 73.; Zaimoğlu, age, s. 91-92.

⁵⁸⁶ Esin, İ. (2021). *Birleşme ve Devralmalar*. (3. Geliştirilmiş Baskı). İstanbul: On İki Levha Yayınları, s 45.

⁵⁸⁷ Gürbüz Usluel, A. E. (2009). *Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın Korunması*. 1. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık. s.146; Kayasoylu, D. (2020). *Haksız Rekabet Hükümlerine Göre Üretim ve İş Sırlarının Korunması*. (1. Baskı), İstanbul: Seçkin Yayınları. s. 75.

⁵⁸⁸ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi, 3.3.2016 Tarih, 2015/5510 E. ve 2016/2404 Sayılı Kararı. "...5846 sayılı yasa ile korunan fikirlerin bizatihi kendisi değil, fikirlerin ifade tarzı olup, herkesçe bilinen hususlarda doğrudan veya dolaylı atfa gerek bulunmamaktadır. Başka bir deyişle, 5846 sayılı FSEK hükümleri ile eser sahibine sağlanan fikri hak koruması fikrin bizatihi kendisine dair olmayıp onun büründüğü ifade ediliş biçimine ilişkindir."

⁵⁸⁹ Niyet mektubu (letter of intent) yerine mutabakat belgesi (memorandum of understanding) veya ticari koşullar belgesi (term sheet) gibi terimler de kullanılabilir.

⁵⁹⁰ Zeisberger/Prahl/Bowen, age, s. 121; Esin, age, s. 64-65.

finansal ve usule ilişkin, bağlayıcı olmayan, koşulları içerir⁵⁹¹. Niyet mektubu bağlayıcı olmasa da hukuki açıdan büyük bir işlev görmektedir. Gerçekten niyet mektubu, gerçekleştirilecek yatırımın temel koşullarına ilişkin olarak taraflar arasında bir anlayış birliği sağlaması bakımından son derece önemlidir⁵⁹².

Tarafların ilk angajmana girmesi ve detaylı inceleme konusunda mutabık kalması akabinde yatırımcı, girişim şirketinin tüm yönlerinin araştırılmasını içeren bir inceleme (*due diligence*) sürecini başlatır. İnceleme süreci, birkaç hafta veya birkaç ay sürecek ve bu süre içerisinde yönetim ekibinin, temel teknolojinin (hem uygulama hem de mülkiyet), pazar dinamiklerinin, mevcut ve potansiyel rakiplerin, iş modelinin ve uzun vadeli (üç-beş yıllık) iş planının (özellikle nakit akışları), girişim şirketinin hukuki durumunun, vergi ve kamu borçlarının her yönüyle derinlemesine incelenmesini ve değerlendirilmesini içerecektir⁵⁹³. Bu detaylı inceleme esnasında hem yatırımcı hem de girişimci tarafında hukuk, vergi, finans, teknoloji gibi alanlarda uzmanlaşmış olan danışmanlar görev yapar.

Detaylı inceleme ile birlikte, hedef şirketin değerinin belirlenmesine yönelik olarak çalışmalar yürütülür. Şirket değerlemesi için uygulamada; değer karşılaştırma, indirgenmiş nakit akışı, yeniden yapım maliyetleri, skorecard değerlendirme yöntemi, risk sermayesi değerlendirme yöntemi gibi birçok finansal yöntem uygulanmaktadır⁵⁹⁴. Hedef şirketin hangi değerlendirme yöntemi ile değerlemesinin yapılacağı ve işlemin

⁵⁹¹ Zeisberger/Prahl/Bowen, age. s. 122.

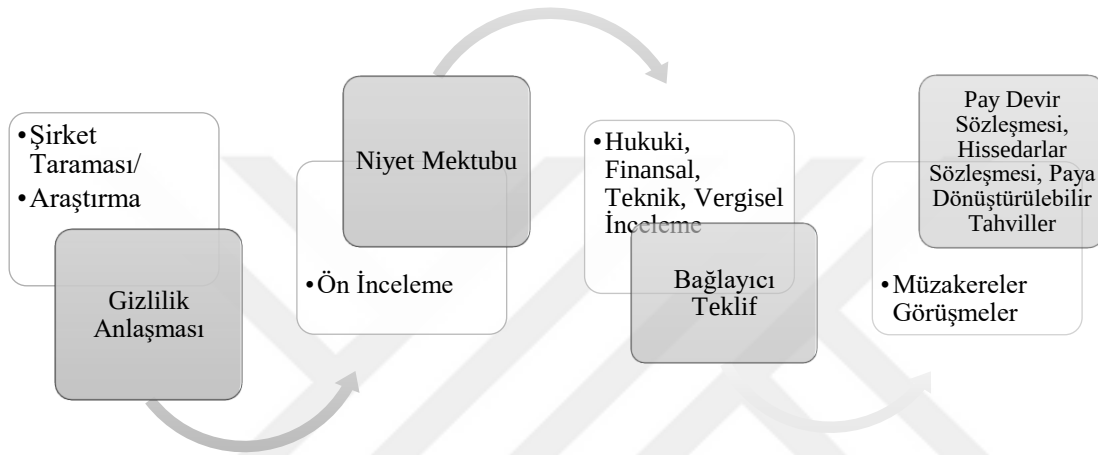
⁵⁹² Türk hukukunda niyet mektubuna ilişkin detaylı bilgi için bkz: Oral, T. (2016). “Niyet Mektubu”. *Türkiye Adalet Akademisi Dergisi*, 7(28), 145-171.; Dinar, R. C. (2008). *Niyet Mektubunun Hukuki Niteliği ve Bağlayıcılığı*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.; Eroğlu, O. (2014). “Niyet Mektuplarının Hukuki Niteliği”. *Ankara Barosu Dergisi*, (2), 515-532.

⁵⁹³ Pearce/Barnes, age, s. 34.; Zeisberger/Prahl/Bowen, age. s 82-84.

⁵⁹⁴ Kaplan, C. (2021). “Startuplar İçin Yatırım ve Değerleme Yöntemleri.” <https://medium.com/t%C3%BCrkiye/startuplar-i%C3%A7in-yat%C4%B1r%C4%B1m-ve-de%C4%9Ferleme-y%C3%B6ntemleri-598debbca6de> (e. t. 5 Ağustos 2023); Şirket değerlemesi hakkında detaylı bilgi için bkz: Alkan G.İ & Demireli E. (2007). “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9 (2), s. 27-39.; Bank, M. & Wibmerx, K. (2012). “Start-up Firm Valuation: A Real Options Approach” *Midwest Finance Association 2012 Annual Meeting Paper*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1928710; Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Basım Yayım; Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. United States of America. McKinsey ve Company Inc; Montani, D., Gervasio, D., & Pulcini, A. (2020). “Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends”. *International Business Research*, 13(9), 31-45.; Schmidlin, N. (2014). *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis: A Value Investor's Guide With Real-Life Case Studies*. John Wiley & Sons.

hangi değer üzerinden gerçekleştirileceği taraflar arasındaki müzakerelere göre şekillenir.

şirketin müzakerelere temel olacak değerinin ortaya çıkması ile birlikte yatırımcı ve girişimci arasında müzakere ve sözleşme süreci başlar. Sözleşme sürecinde taraflar daha önce imzalanmış olan ve n protokol olarak isimlendirilebilecek sözleşmedeki (*term sheet*) koşulları detaylı hukuki metinler haline getirirler.



şekil 3.7. Girişim sermayesi yatırım süreçleri ve ilgili sözleşmeler

Bu süreçte şirketin hangi değer üzerinden satılacağı, şirket paylarının ne kadarının satılacağı, yatırımcının şirkette hangi hakları elde edeceği, şirket yönetimine ilişkin kararların nasıl alınacağı gibi hususları içeren pay devir sözleşmesi (SPA), pay sahipleri sözleşmesi (SHA), şirket esas sözleşmesi gibi sözleşmeler taraflarca müzakere edilir. Yatırımcı, girişim şirketine KISS veya SAFE olarak isimlendirilen paya dönüştürülebilir tahvil karşılığında bir yatırım yapıyorsa bu aşamada bu sözleşmelerin koşulları da taraflar arasında müzakere edilir.

Taraflar arasında imzalanacak olan pay devir ve pay sahipliği sözleşmesi bu çalışmanın üçüncü bölümünde detaylı olarak inceleneceği için bu kısımda sadece atıf yapmakla yetinilmiştir. Girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin gerçekleştirilen müzakerelerin karmaşık ve zaman alıcı olabileceğini ifade etmek gerekir. Müzakereler genellikle yatırımcının bu konudaki tecrübesine göre řekillenir⁵⁹⁵.

⁵⁹⁵ Klonowski, Investment Process, s. 188.

Netice itibariyle, girişim sermayesi kuruluşu ile girişim şirketi arasında yukarıda anılmış olan sözleşmelerin imzalanması ve eğer söz konusu ise rekabet onayı gibi idari onayların alınması ile birlikte yatırım aşaması tamamlanmış olmaktadır.

3. Yönetim, gözetim ve değer katma

Girişim sermayesi kuruluşu, küresel ortalama da yaklaşık 10 ile 30 arasında değişen şirkete yatırım yaparak bir şirketler portföyü oluşturur⁵⁹⁶. Bu portföyün sayısı hedef şirketlerin büyüklüğüne, yatırım aşamasına, hedef şirketin risk durumuna göre değişiklik gösterebilir. Bu çerçevede, bir girişim sermayesi kuruluşunun, faaliyette bulunduğu sektörlerin de niteliği dikkate alınarak, belirli sayıda şirketin olduğu bir portföyü söz konusu olur.

Girişim sermayesi kuruluşu yaptığı yatırımla girişim şirketine sadece finansman sağlamaz. Girişim sermayesi kuruluşu, portföyünde olan şirketlere, bir yönetim danışmanlığı şirketine benzer şekilde, şirket performansının izlenmesi, yatırımlarının doğru yönlendirilmesi, ihracat ve yönetim desteği sağlanması gibi birçok destek sağlar⁵⁹⁷. Girişim sermayesi yatırımı almış şirketlerle ilgili yapılan araştırmalar da bu şirketlerin yatırım almamış benzerlerine göre daha başarılı olduğunu göstermektedir. Girişim sermayesinin girişim şirketlerine sağladıkları faydalar bu çalışmanın İkinci Bölüm, III.D ‘Girişim Sermayesi Finansman Yönteminin Avantajları” kapsamında detaylı olarak açıklandığı için bu kısımda girişim sermayesinin girişim şirketinin değerini yükseltme işlevine atıf yapmakla yetinilmektedir.

B. Girişim Sermayesi Yatırımlarından Çıkış (Exit)

1. Genel Olarak

Girişim sermayesi sisteminde, yatırımın nakde çevrilmesine çıkış (*exit*) denilmektedir⁵⁹⁸. Girişim sermayesi sistemi, girişim sermayesi kuruluşunun girişim şirketine yatırım yapması, bu yatırım sonrasında girişim şirketini büyütmesi ve en

⁵⁹⁶ Ramsinghani, age, s. 4.

⁵⁹⁷ Black/Gilson, agm, 252; Demaria, age, s. 230.; Dessí, R. (2010). "Venture Capitalists, Monitoring and Advising. In Cumming, *Venture Capital Investment*, 169-189. s.179.

⁵⁹⁸ Tuncel, age, s. 85.

uygun zamanda bu girişim şirketinden çıkarak yatırımını azami ölçüde geri alması üzerine kuruludur⁵⁹⁹. Girişim sermayesi yatırımcısı, girişim şirketindeki likit yatırımını nakde veya likit menkul değerlere dönüştürmek ve yapmış olduğu yatırımı kâr ederek geri almak ister⁶⁰⁰. Bu durum girişim sermayesi yatırımcısını stratejik yatırımcıdan ayıran en önemli hususlardan biri olarak ön plana çıkmaktadır. Gerçekten, bir girişim sermayesi kuruluşunun başarısı, gerçekleştirdiği başarılı çıkışlar ile değerlendirilmektedir⁶⁰¹.

Girişim sermayesinden çıkış, girişimci açısından da kritik önemdedir. İngiltere’de girişim şirketi kurucuları ve yöneticileri arasında gerçekleştirilen bir ankette, girişimcilerin %76’sı nihai hedeflerinin başarılı bir çıkış yapmak olduğunu ifade etmiştir⁶⁰². Girişim sermayesi yatırımlarında hem girişimci hem de yatırımcı bakımından çıkış stratejisi (*exit strategy*) olarak isimlendirilen strateji büyük önem arz etmektedir. Yatırımcı yatırım kararını, girişimcinin çıkış stratejisini de dikkate alarak vermektedir⁶⁰³.

Bugün için girişim sermayesi pratiğinde en yaygın çıkış stratejileri olarak; (i) halka arz, (ii) stratejik yatırımcıya veya başka bir fona satış ve (iii) girişimcinin girişim şirketinin paylarını geri alması olarak tanımlanabilecek geri alma (buy-back) ön plana çıkmaktadır⁶⁰⁴.

Girişim sermayesinden çıkışım tam ya da kısmi olabileceğini de ifade etmek gerekir. Yatırımcının veya girişimcinin, sahip olduğu paylarının tamamını satması

⁵⁹⁹ Hall, B. H., & Lerner, J. (2010). “The Financing of R&D and Innovation”. In *Handbook of the Economics of Innovation* (Vol. 1, pp. 609-639). North-Holland. s. 624.; Reilly, D., Sokol, D., & Toniatti, D. (2023). “The Importance of Exit Via Acquisition to Venture Capital, Entrepreneurship, and Innovation”. *Minnesota Journal of International Law*, 32(1), 159-194.

⁶⁰⁰ Eckermann, M. (2006). *Venture Capitalists' Exit Strategies Under Information Asymmetry Evidence from the US Venture Capital Market*. Deutscher Universitäts-Verlag. s 63.; Uludağ, age, s. 17.

⁶⁰¹ Ibrahim, D. M. (2012). The New Exit in Venture Capital. *Vanderbilt Law Review* 1, s 2.; Ertürk, age, s. 72-73.

⁶⁰² Silicon Valley Bank. (2020). Global Startup Outlook 7 https://www.svb.com/globalassets/library/uploadedfiles/content/trends-and-insights/reports/startupoutlookreport/suo-global-report_2020-final.pdf. (e. t. 17 Ağustos 2023).

⁶⁰³ Cumming, D., Johan, S. A. (2008). “Preplanned Exit Strategies in Venture Capital”. *European Economic Review*, 52(7), 1209-1241. (Preplanned Exit Strategies); Smith, D. (2005). “The Exit Structure of Venture Capital.” *UCLA Law Review*, 53(2), 315-356.

⁶⁰⁴ Cumming, D. J., & MacIntosh, J. G. (2003). “A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits”. *Journal of Banking & Finance*, 27(3), 511-548; Tuncel, age. s. 86.

durumunda tam çıkış, bir kısmını satarak girişim şirketinde pay sahipliği sıfatını korumasında ise kısmi çıkış söz konusu olmaktadır⁶⁰⁵.

Bu çalışmada, yukarıda açıklanmış olan çıkış stratejileri, konunun derinliğine girmeden, özet olarak açıklanacaktır.

1. Halka arz (Initial Public Offering -IPO)

Tüm dünyada, girişim şirketlerinin halka arz edilmesi ve yatırımcı ile girişimcinin halka arz yöntemiyle şirketten çıkış gerçekleştirilmesi en yaygın yöntemlerden biri olarak değerlendirilmektedir⁶⁰⁶.

Türk hukukunda halka arz SPKn ve SPK tarafından çıkarılmış olan ikincil mevzuat ile düzenlenmektedir. SPKn m.3/1(f) halka arzı, ‘*sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış*’ olarak tanımlamaktadır. Bu bağlamda, kapalı bir şirketin paylarının satın alınması için her türlü yoldan (TV, gazete reklamı vb.) yapılan çağrı neticesinde yapılan pay satışı bir şirketin halka arzını ifade etmektedir⁶⁰⁷. Halka arz, diğer satış yöntemlerinden ayıran temel husus, satışın sınırları belirsiz bir kitleye ve standart koşullar altında yapılıyor olmasıdır⁶⁰⁸.

Bir girişim şirketinin halka arzında, girişim sermayesi kuruluşunun sahip olduğu paylar da kota alınacak ve böylece girişim sermayesi kuruluşu sahip olduğu payları borsada oluşan piyasa fiyatından satabilecektir. Burada girişim sermayesi

⁶⁰⁵ Cumming/MacIntosh, agm. s. 514-515.

⁶⁰⁶ Girişim şirketinin halka arzı Türkiye’de henüz yeni yeni tartışılan bir konudur. Bununla birlikte, SPK tarafından 18 Mayıs 2023 tarihli ve 32194 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış olan (II-16.3) Payları Girişim Sermayesi Pazarında İşlem Görecek Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği ile bu konuda Türk sermaye piyasalarında bir hızlanma beklenmektedir. Bugün için halka arzın Türk girişim şirketleri bakımından çok sınırlı kullanılan bir çıkış yöntemi olduğunu belirtmek gerekir.

⁶⁰⁷ Manavgat, Ç. (2016). *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü: Ankara. s. 587. (Halka Arz); Adıgüzel, B. (2019). *Sermaye Piyasası Hukuku*, (3. Baskı), Ankara: Adalet, s. 40; Ünal, O. K. (1999). *Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar*, (1. Baskı), Ankara: Nobel Yayınevi, s. 22.; Arıcı, F. (2019) “Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi”, *Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler), Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi*. İstanbul: On İki Levha.; Tekinalp, Ü / Çamoğlu, E. (2018). *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Hukuku*, (Açıklamalı Genişletilmiş 2. Bası), İstanbul: Vedat Yayınevi. s. 23.

⁶⁰⁸ Manavgat, Ç. (2017). “Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı”, Özkorkut, K. (Editör) *6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu*, 1. Baskı, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 118.(Kayda Alma); Manavgat, Halka Arz, 588.; Adıgüzel, age. s. 40; Memiş, T., & Turan, G. (2020). *Sermaye Piyasası Hukuku*, (Güncellenmiş 5. Baskı), Ankara, Seçkin, s. 53.

bakımından dikkat edilmesi gereken husus, halka arzın doğrudan bir çıkış değil, çıkış bakımından bir ön aşama olmasıdır. Gerçekten de girişim sermayedarı, halka arzdan sonra girişim şirketinde sahip olduğu hisselerin tamamını elden çıkarmayabilir veya hisselerin tamamının elden çıkarılması için hissedarlar arası sözleşmeler ya da ilgili borsa kuralları⁶⁰⁹ gereği belirli süreler öngörülmüş olabilir⁶¹⁰.

Bir yatırımdan çıkış yöntemi olarak halka arzın çeşitli avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Girişimcinin sahip olduğu sermayenin tamamını veya bir kısmını nakde çevirecek olması ve aynı zamanda şirket kontrolünü kaybetmemesi bu avantajların başında gelmektedir⁶¹¹. Ayrıca, girişim şirketi özellikle sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilen halka arzda, büyümesi için ucuz olarak nitelendirilebilecek bir finans kaynağına erişmiş olmaktadır. Bunların dışında, şirket payları bakımından piyasa değeri yaratılması, şirket bilinirliği ve itibarı sağlaması, şirkete kurumsal yönetim anlayışı getirmesi, daha büyük şirketlerden çalışan transferini kolaylaştırması, çeşitli pay alım opsiyonları ile çalışanların motivasyonu yükseltmesi, üst yönetim ve çalışanlar bakımından diğer çıkış yöntemlerine göre daha güvenilir bir iş güvencesi yaratması halka arzın girişim şirketleri bakımından yarattığı avantajlar arasında sayılmaktadır⁶¹².

Halka arzın ve halka arz sonrası düzenlemelere uyumun yaratacağı maliyetin yüksekliği, medya ve yatırımcıların yüksek ilgisinin söz konusu olması, şirket

⁶⁰⁹ SPK tarafından çıkarılan (VII-128.) sayılı Pay Tebliği'nin halka arz sonrası pay sahibine yönelik kısıtlamalarını düzenleyen 8. maddesi “payları ilk defa halka arz edilecek ortaklıkların paylarının halka arzına ilişkin izahnamenin onaylandığı tarih itibarıyla mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortaklar sahip oldukları payları, ortaklık paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamazlar ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutamazlar.” düzenlemesini içermektedir.

⁶¹⁰ Schwienbacher, A. (2010). “Venture Capital Exits.” In Cumming, Venture Capital Investment, 389-405. s.394.; Klonowski, Investment Process, 247.; Bienz, C. & Walz, U. (2010). “Venture Capital Exit Rights”. Journal of Economics & Management Strategy, 19,1071-1116. (Venture Capital Exit Rights). s. 1071-1074.

⁶¹¹ Klonowski, Investment Process, 248.; Bienz/Walsh, Venture Capital Exit Rights, 1075.; Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, 231-233.; Tuncel, age. 87.; Zaimoğlu, age. s. 112.

⁶¹² Arundale, age, 284.; Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, s. 231-233.

üzerinde yaratılan kısa dönemli kâr baskısı gibi hususlar, halka arzın girişim şirketi bakımından yaratacağı dezavantajlar arasında sayılmaktadır⁶¹³.

Halka arz, bütün girişim sermayesi yatırımlarından çıkış için alternatif değildir. Halka arz olması planlanan girişim şirketinin, finansal büyüklük, kurumsal yapı, gelir seviyesi gibi birçok kriteri sağlıyor olması gerekir. Ayrıca, halka arz edilecek şirketin yatırımcı ilgisini yakalayabilmesi için büyüme potansiyeli de gösteriyor olması gerekmektedir. Halka arz bakımından gerekli olan bu kriterlere ilave olarak, girişim sermayesi kuruluşları kendi itibarlarını dikkate alarak ‘kalite’ seviyesi yüksek yatırımları için halka arzı değerlendirmekte, diğer yatırımlar bakımından pay satışı yoluyla çıkış gerçekleştirmektedir⁶¹⁴. Bütün bunlara ilaveten bir girişim şirketinin halka arzı bakımından, halka arzın zamanlaması⁶¹⁵, halka arzın gerçekleştiği ülkenin hukuk sistemi⁶¹⁶, halka arzın gerçekleşeceği borsanın uyguladığı standartlar⁶¹⁷ gibi birçok etken söz konusudur.

Halka arz, girişim sermayesi yatırımları bakımından üzerinde en çok çalışılan ve en kârlı çıkış türü olarak değerlendirilmektedir⁶¹⁸. Gompers tarafından sağlanan veriye göre, ABD’de girişim sermayesinde ortalama yıllık getiri, çıkışın halka arz

⁶¹³ Arundale, age, 284.; Caselli/Negri, Venture Capital in Europe, 233.; Tuncel, age. 87.; Zaimoğlu, age. s. 113.

⁶¹⁴ Eckermann, age, 64.; Fleming, G. (2003). “Venture Capital Returns in Australia.” *Working Paper: Australian National University*. s. 9; Schwienbacher, A. (2002). “An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States.” *Working Paper: University of Namur*. s 7 f.

⁶¹⁵ Detaylı bilgi için bkz: Trabelsi, D. (2007). “Venture Capital and Timing of IPO” *Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper*.

⁶¹⁶ Detaylı bilgi için bkz: Sundarasan, S., Goel, S., & Zulaini, F. A. (2017). “Impact of Investors’ Protection, Transparency Level and Legal Origin on Initial Public Offering (IPO) Initial Returns”. *Managerial Finance*, 43(7), 738-760; A Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). “Investor Protection and Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27; La Porta, R., Lopez-de-Salines, F., Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). “Legal Determinants of External Finance”. *Journal of Finance*, 53(3), 1131-1150,

⁶¹⁷ Detaylı bilgi için bkz: Johan, S. A. (2010). “Listing Standards as a Signal of IPO Preparedness and Quality”. *International Review of Law and Economics*, 30(2), 128-144.

⁶¹⁸ Sahlman, W. (1990). “The Structure and Governance of Venture Capital Organizations”. *Journal of Financial Economics*, 27,473–521. s. 482.; Cumming/MacIntosh, agm, 521.; Gompers, P. (1995). “Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital”. *Journal of Finance*, 50,1461–1489. s. 1473.(Optimal Investment); Black/Gilson, agm, 248 vd.; Cumming (2010), age, s. 394.; Ramsinghani, age. s. 361.; Bygrave, W. D. & Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School Press. s 27/f.; Sacirbey, O. (2000). “Market Forces New Exit Strategies.” *IPO Reporter*, 24 (19), 3.; Lam, S.S. (1991). “Venture Capital Financing: A Conceptual Framework.” *Journal of Business Finance & Accounting*, 18 (2), 137-149; Busentitz, L. W. & Fiet, J. O. (1996). “The Effects of Early Stage Venture Capital Actions on Venture Disposition.” *Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance*, 5 (2), 97-115.

yoluyla gerçekleştirilmesi durumunda %60, hisse satışı yoluyla gerçekleşmesi durumundaysa %15 civarındadır⁶¹⁹.

Bununla birlikte, halka arzın girişim sermayesi yatırımdan çıkış bakımından en kârlı yöntem olup olmadığı konusunun tartışılmaya ihtiyacı olduğu kanaatindeyiz. Yukarıda açıklandığı üzere, halka açılacak girişim şirketleri hem finansal olarak hem de kalite olarak diğerlerinden olumlu yönde ayrılmaktadır. Ayrıca, yine yukarıda ifade edildiği üzere girişim sermayesi kuruluşları kendi itibarlarını da dikkate alarak, finansal yeterlilikleri sağlasa dahi potansiyeli daha yüksek olan şirketleri halka arz etmeyi tercih etmektedirler. Bütün bu durumlar dikkate alındığında, girişim sermayesi yatırımdan çıkış açısından halka arzın daha iyi bir alternatif olduğuna ilişkin genel kanı, girişim sermayesi yatırımcısının bu yöndeki tercihinin sonucu olarak ortaya çıkmaktadır⁶²⁰.

Girişim sermayesi şirketlerinin halka arzıyla, diğer şirketlerin halka arzı arasında önemli farklılıklar olduğunu ifade etmek mümkündür. Öncelikle, şirketler bakımından halka arzın her zaman çeşitli alternatifleri mevcuttur ve kapalı bir şirket olarak kalmak her zaman bir alternatiftir. Bununla beraber, bir girişim şirketinin halka arzı ise esasen girişim sermayesi yatırımcısının şirketten çıkış kararı ile ilgilidir, yani girişim şirketi bakımından esas olan yatırımcının çıkış tercihidir⁶²¹. Bu bakımdan halka arz, girişim şirketleri bakımından hem finansman ihtiyacının karşılanması hem de yatırımcının yatırımdan çıkış yolunun yaratılması açısından kritik öneme sahiptir.

Halka arzın girişimcilik ekosistemi bakımından ortaya çıkardığı ve ikincil etki olarak nitelendirebileceğimiz bir diğer etki ise şirket değerini yükseltmesidir. Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, halka arzın zorlaştırılması veya önünün kapatılması şirket halka arz edilmeyecek olsa dahi şirketlerin değerlemesi bakımından olumsuz etki yaratmaktadır⁶²².

⁶¹⁹ Gompers, Optimal Investment, 1462 vd.

⁶²⁰ Cochrane, J. H. (2001). "The Risk and Return Of Venture Capital." *Working Paper: University of Chicago*. s. 1.

⁶²¹ Cumming (2010), age, s. 395.

⁶²² Demaria, age. s. 177.

Girişim şirketinin halka arzında, yatırımcı ile girişim sermayesi kuruluşu ve girişimci arasında önemli bilgi asimetrisi ve bu çerçevede ortaya çıkacak olan menfaat çatışmaları da söz konusu olmaktadır. Bu konuda, çalışmanın üçüncü bölümünde detaylı olarak inceleneceği için burada sadece atıf yapmakla yetinilmektedir.

Türkiye özelinde inceleyecek olursak, girişim sermayesi yatırımdan halka arz yoluyla çıkışın sınırlı sayıda örneğinin bulunduğu görülecektir. Örneğin, KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, hassas döküm, geçiş sistemleri ve gıda ekipmanları alanında faaliyet gösteren Makim Makina Teknolojileri Sanayi ve Ticaret AŞ'ye 2007 yılında yatırım yapmış ve şirketin %38 oranında ortağı olmuştur. 2022 yılında yapılan halka arz ile KOBİ GSYO, şirkette sahip olduğu payların %32,14'ünü halka arz ederek yatırımdan kısmi çıkış sağlamıştır⁶²³. Bu satış, Türk sermaye piyasalarında bir GSYO'nun yapmış olduğu yatırımdan halka arz yöntemiyle kısmi çıkışının istisnai örnekleri arasında yer almaktadır.

2. Hisse satışı / blok satış (Trade Sale)

Girişim sermayesinden çıkış için söz konusu olan diğer yöntem ise blok satıştır. Hisse satışı, stratejik satış, finansal satış veya girişimciye geri satış gibi farklı motivasyonlarla yapılabilmektedir. Ayrıca, hisse satışı olarak isimlendirilen bu satış yöntemi için devralma⁶²⁴ terimi de kullanılmaktadır.

Stratejik satış olarak isimlendirilen satış türünde, devralan payları devre konu olan girişim sermayesi şirketiyle aynı veya benzer bir sektörde faaliyet gösteren ve temel amacı devraldığı şirketin teknolojisini ve yeteneklerini bünyesine katmayı amaçlayan bir şirkettir⁶²⁵. Ekonomi teorisinde, bu yöndeki birleşme ve devralma işlemlerinin inovasyon, tüketici menfaatleri ve ekonomi üzerinde olumlu bir tesir

⁶²³ <https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/detay/8265/makim-makine-halka-arz-ediliyor> (e. t. 10 Ağustos 2023).

⁶²⁴ Hukuk tekniği bakımından birleşme ve devralma kavramının birleşme kısmı TTK m.136 vd. hükümlerinde düzenlenen birleşmeyi, devralma kısmı ise bir şirketin paylarının veya varlıklarının devrini ifade etmektedir. Bkz. Altunbaş Sancak, age, 1.; Lajoux, A. R. (2019). *The Art of M&A: A Merger, Acquisition and Buyout Guide*. McGraw-Hill, s. 7.; Paslı, A. (2009). *Anonim Ortaklığın Devralınması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık. s. 81 d. (Anonim Ortaklığın Devralınması).

⁶²⁵ Cumming/MacIntosh, agm, s. 513-514.

gösterdiği ifade edilmektedir⁶²⁶. Ayrıca, devralma yoluyla gerçekleştirilen çıkışlar, ürün geliştirmede ve teknik anlamda başarılı olan ancak iş akışı anlamında zorlanan girişimlerin zararının hafifletilmesi açısından önemli bir çıkış yoludur⁶²⁷.

Gerçekten bu tür şirketlerin halka arz açısından uygun olmadığı dikkate alındığında, birleşme ve devralma yoluyla stratejik bir satışa konu olması hem yatırımcı hem de girişimci bakımından hayati niteliktedir.

Yukarıda detaylı olarak açıklanmaya çalışıldığı üzere, girişim şirketlerinin çoğunluğu teknoloji alanında faaliyet göstermektedir. Bu sebeple, fikri mülkiyet hakları girişim şirketlerinin en önemli varlığı olarak öne çıkmaktadır⁶²⁸. Girişim şirketlerinin, stratejik devralma olarak nitelendirilen devralma faaliyetlerine konu olmasının bir diğer motivasyonu, girişim şirketlerinin sahip oldukları fikri ve sınai mülkiyet haklarını elde etmektir⁶²⁹.

Büyük şirketlerin, ar-ge yatırımlarını doğrudan kendi bünyelerinden gerçekleştirmek yerine, bu alanda başarı göstermiş olan girişim şirketlerini devralmak yoluyla gerçekleştirmesi günümüzde tartışılan konulardan biri haline gelmiştir. Örneğin, teknoloji sektörünün önde gelen şirketlerinden biri olan Facebook⁶³⁰ kurulduğu günden beri, çoğunluğu girişim şirketi niteliğinde olan 90'ın üzerinde devralma işlemi gerçekleştirmiştir⁶³¹. Burada, faaliyete devam eden bir şirketi satın almanın finansal olarak özkaynakla yeni baştan yatırım yapmaktan daha kolay ve kârlı olabileceğini de dikkate almak gerekir⁶³².

⁶²⁶ Reilly/Sokol/Toniatti, agm, 165, 175; Detaylı bilgi için bkz: Phillips, G. M., & Zhdanov, A. (2017). *Venture Capital Investments and Merger and Acquisition Activity Around The World* (No. w24082). National Bureau of Economic Research.; Prado, T. S., & Bauer, J. M. (2022). "Big Tech Platform Acquisitions of Start-Ups and Venture Capital Funding for Innovation". *Information Economics and Policy*, 59, 100973.

⁶²⁷ Reilly/Sokol/Toniatti, agm, 164.

⁶²⁸ Sloan, C., & Brackstone, E. (2018). "Corporate and Intellectual Property Considerations for Startups Seeking Venture Capital Funding". *Landslide*, 10(6), 28-32.

⁶²⁹ Ozioko, M. M. (2022). "The Relevance of Intellectual Property in Mergers and Acquisitions". *International Journal of Comparative Law and Legal Philosophy*, 4(1), 45-52.

⁶³⁰ Bugünkü adıyla Meta.

⁶³¹ Glick, M., & Ruetschlin, C. (2019). "Big Tech Acquisitions and the Potential Competition Doctrine: The Case of Facebook." *Institute for New Economic Thinking Working Paper Series*, (104), 3.

⁶³² Golis, C. (2010). *Enterprise and Venture Capital: A Business Builders' and Investors' Handbook*. Allen & Unwin. s 228-229.

Girişim sermayesi yatırımdan çıkış bakımından söz konusu olan bir başka hisse satışı türü ise finansal satış olarak isimlendirilmektedir. Bu satış türünde alıcı, kendi işletmesi açısından stratejik maksatlarla değil, bir finansal yatırım gerçekleştirme maksadıyla birleşme işlemine taraf olmaktadır. Bir girişim sermayesi kuruluşunun sahip olduğu şirket paylarını başka bir girişim sermayesi şirketine devretmesi finansal satışa örnek olarak gösterilebilir.

Son olarak, girişim şirketinin payının, şirketi kuran girişimciler tarafından satın alınması da bir hisse satış türü olarak değerlendirilmektedir. Bu satın alma işlemine literatürde, geri alım anlamına gelen “*buy-back*” veya “*re-purchase*” ismi verilmektedir. Bu tür bir hisse satımının en önemli özelliği, girişimcilerin şirketi tanıyor olması dolayısıyla bilgi asimetrisinin çok az olmasıdır. Bu tür bir hisse devri, şirketin başarısızlığının bir göstergesi olabileceği ve şirket bakımından yeni bir finansman kaynağı yaratmayacağı için nadiren tercih edilen bir yöntemdir⁶³³.

ABD ve Avrupa’da gerçekleştirilen çıkışlar incelendiğinde bunların büyük çoğunluğunun hisse satışı yoluyla gerçekleştirildiği görülmektedir⁶³⁴. ABD’de gerçekleşen girişim sermayesi yatırımlarından çıkışların %80-90 oranındaki kısmı doğrudan hisse satışı yoluyla gerçekleştirilmektedir⁶³⁵. Türkiye’de bu konuda herhangi bir istatistiğe rastlanmamıştır. Halka arzda örnek olarak göstermiş olduğumuz KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı AŞ’nin şimdiye kadar gerçekleştirmiş olduğu çıkışlar bakımından incelediğimizde hisse satışının açık ara fazla olduğu görülmektedir. KOBİ GSYO AŞ’nin Makim Makina Teknolojileri San. Tic. AŞ’deki yatırımdan halka arz yoluyla çıktığını yukarıda açıklamıştık. KOBİ GSYO, bunun dışında 6 yatırımdan da hisse satış yöntemiyle çıkmıştır⁶³⁶. Türkiye’de faaliyet gösteren diğer GSYO’ların halka arz yoluyla gerçekleştirmiş oldukları bir çıkış örneğine rastlayamadığımız için Türk sermaye piyasalarındaki en yaygın yatırımdan çıkış metodunun hisse satışı olduğu söylenebilecektir.

⁶³³ Cumming, D., & Johan, S. (2008). “Information Asymmetries, Agency Costs and Venture Capital Exit Outcomes”. *Venture capital*, 10(3), 197-231.

⁶³⁴ Bienz/Walsh, Venture Capital Exit Rights, 1072.; Demaria, age. s 40.; Schertler, A. age. s. 77.

⁶³⁵ Bienz/Walsh, Venture Capital Exit Rights, 1072.

⁶³⁶ <https://kobias.com.tr/yatirim-portfoyumuz/> (e. t. 11 Eylül 2023).

IV. Türk Hukuk Düzenlemelerinde Girişim Sermayesi

A. Genel Olarak

Bu başlık altında girişim sermayesi sistemi Türk mevzuatı esas alınarak açıklanacaktır. Girişim sermayesi sistemi neredeyse bütün ülkelerde benzer özellikler gösterse de çalışmanın konu sınırlaması dikkate alınarak sadece Türk hukuku incelenecek ve ihtiyaç olması durumunda başka ülkelere ilişkin hukuki düzenlemelere atıf yapmakla yetinilecektir.

SPK tarafından girişim sermayesini düzenleyen üç farklı ikincil düzenleme getirilmiştir. Bu düzenlemeler; 02.01.2014 Tarih ve 28870 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış olan (III-52.4) Sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (GSYF Tebliği), 09.10.2013 tarihli ve 28790 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış olan (III-48.3) Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (GSYO Tebliği), 18 Mayıs 2023 tarihli ve 32194 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış olan (II-16.3) Payları Girişim Sermayesi Pazarında İşlem Görecek Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği (Girişim Sermayesi Pazarı Tebliği)’dir. Tezin bu bölümünde bu üç tebliğ, girişim sermayesi sisteminin işleyişi bakımından incelenecektir.

A. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

1. Tanım ve genel özellikler

GSYF’ler, girişim sermayesi bakımından en önemli aktörlerden biri olarak işlev görmektedir. 2023 yılı içerisinde Türkiye içerisinde gerçekleştirilen her iki girişim sermayesi yatırımdan bir tanesi aralarında GSYF’lerin olduğu yatırımcılar tarafından yapılmaktadır⁶³⁷. Mevzuatta GSYF’lere tanınmış olan bir kısım vergi avantajları dolayısıyla Türk sermaye piyasalarında ciddi sayıda GSYF kurulmuş olduğu söylenebilecektir. 18 Şubat 2024 tarihi itibarıyla, Türkiye’de 40 farklı portföy

⁶³⁷ Startup Watch (2024). Turkish Startup Ecosystem. 2023 Year In Review, v. 1.4. <https://startups.watch/reports> (e.t. 13 Şubat 2024). s. 3.

yönetim şirketi tarafından kurulmuş, ihraç belgesi onaylanan 287 GSYF bulunmaktadır⁶³⁸.

SPK tarafından 02.01.2014 Tarih ve 28870 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış olan (III-52.4) Sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin 4.1 maddesine göre girişim sermayesi yatırım fonu, “*nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, üçüncü fıkra da belirtilen varlık ve işlemlerden*⁶³⁹ *oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı*” olarak tanımlanmaktadır.

Bu tanım karşısında girişim sermayesi yatırım fonu bakımından önemli olarak nitelendirebileceğimiz birkaç özellik ön plana çıkmaktadır. Öncelikle GSYF’nin, girişim sermayesi yatırımlarından ve GSYF Tebliği’nde sayılmış olan varlıklardan oluşan portföyü işletmek dışında herhangi bir faaliyette bulunması mümkün değildir⁶⁴⁰.

Bunun dışında, fonun bir tüzel kişiliği bulunmaz ancak resmi siciller nezdinde tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri ile ortağı olacağı şirketlerin ticaret sicili işlemleri ile sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz olduğu kabul edilir⁶⁴¹. Fon portföyünde bulunan taşınmazların, taşınmaza bağlı senetlerin ve taşınmaza dayalı hakların tapu kütüğünde fon adına tescil edilmesi gerekir⁶⁴².

⁶³⁸ <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/ihrac-belgesi-onaylanan-girisim-sermayesi-yatirim-fonlari> (e. t. 18 Şubat 2023).

⁶³⁹ GSYF Tebliği’nin 4/3 maddesine göre bu varlıklar; Türk ve yabancı anonim ortaklık payları, Türk ve yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları, vadeli mevduat ve katılma hesabı, yatırım fonu katılma payı, kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları, repo ve ters repo işlemleri, vaat sözleşmeleri, taahhütlü işlem pazarında gerçekleştirilen işlemler, varantlar ve sertifikalar, Takasbank ve yurtiçi organize para piyasası işlemleri, türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primler, ipotège ve varlığa dayalı menkul kıymetler, teminatlı menkul kıymetler, yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri, yurtdışı girişim şirketlerine yapılan yatırımlar, altın ve kıymetli madenler ile bunlara dayalı para ve sermaye piyasası araçları, SPK tarafından uygun görülen diğer yatırım araçlarından oluşmaktadır.

⁶⁴⁰ GSYF Tebliği, madde 4/3.

⁶⁴¹ SPKn madde 52/5. GSYF Tebliği, madde 4/5.

⁶⁴² SPKn madde 52/5.

Fonun tüzel kişiliği olmamasına rağmen, ayrı bir mal varlığı bulunmaktadır. Başka bir ifade ile fonun mal varlığı; kurucunun, portföy saklayıcısının ve portföy yöneticisinin mal varlığından ayrıdır⁶⁴³. Fonun mal varlığının portföy saklayıcısının ve portföy yöneticisinin mal varlığından ayrılması ile fonun portföy saklayıcısı ve yöneticisinin iflas halinden korunmasını sağlamak amaçlanmaktadır. Ayrıca, fonların üçüncü kişilerden olan alacaklarının kurucu ve/veya portföy yöneticisinin aynı kişilere olan borçlarından mahsubu mümkün değildir⁶⁴⁴.

Fon bakımından hem bir kısım şirketlere ortak olabilmesi hem de taşınır veya taşınmaz mal varlığına sahip olması, tüzel kişiliği olmamasına rağmen bir hak ehliyetine sahip olduğunu göstermektedir. Bu durumda, kanun koyucunun fonların hak sahibi olabilmeleri bakımından bir tüzel kişilik varsayımı⁶⁴⁵ yarattığı söylenebilecektir⁶⁴⁶. Burada yer alan varsayım ya da fiksiyon, kanun yapma tercihi bakımından yatırım fonlarına bir tüzel kişilik kazandırmadan, tüzel kişi gibi davranma ehliyeti kazandırmaktadır. Bu durum, bir karine teşkil etmediği gibi olgusal anlamda da bir varsayım değildir. Karinelerde veya olgusal varsayımlarda, bir olgunun varlığı kabul ediliyorken⁶⁴⁷, SPKn’da düzenlenen tüzel kişilik varsayımında yatırım fonlarının bir tüzel kişi gibi davranabileceği ve bazı hakların sahibi olabileceği düzenlenmektedir. SPKn’da düzenlenmiş olan kanuni bu kabul, tüzel kişiliği açıklayan fiksiyon teorisi⁶⁴⁸ bakımından da uygun görünmektedir. Yatırım fonlarının kanuni olarak düzenlediği bu varsayımın, fonlara bir dava ehliyeti kazandırmadığını ayrıca belirtmek gerekmektedir. Bununla birlikte, HMK m. 50⁶⁴⁹ kapsamında fonların taraf ehliyetinin bulunduğunu belirtmek gerekmektedir⁶⁵⁰.

GSYF Tebliği fonun mal varlığına ilişkin bir kısım istisnai özellikler düzenlemiştir. Buna göre, fonun mal varlığının kredi alınması ve koruma amaçlı

⁶⁴³ SPKn madde 53/1.GSYF Tebliği, madde 5/1.

⁶⁴⁴ GSYF Tebliği, madde 5/3.

⁶⁴⁵ Doktrinde varsayım yerine fiksiyon da kullanılmaktadır.

⁶⁴⁶ Berktaş Yüksel, E. (2022). *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s. 159.

⁶⁴⁷ Karataş, F.T. (2013). “Karine Kavramı, Kanuni Karineler ve Varsayımlar”. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 62 (3),729-759

⁶⁴⁸ Friedmann, W., & Ansay, T. (1958). “Tüzel Kişilik Nazariyeleri ve Tatbikat”. *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 15(1), 50-66.

⁶⁴⁹ Medenî haklardan yararlanma ehliyetine sahip olan, davada taraf ehliyetine de sahiptir.

⁶⁵⁰ Peksöz, V. (2022). *Medeni Usul Hukuku Açısından Adi Ortaklık İlişkileri*. (2. Bası). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s. 144.

türev işlemler haricinde teminat olarak verilmesi veya rehnedilmesi mümkün değildir⁶⁵¹. Ayrıca, fon mal varlığının GSYF Tebliği'nde yer alan düzenlemeler haricindeki bir amaçla tasarruf edilmesi, kamu alacaklarının tahsili dâhil olmak üzere haczedilmesi, üzerine ihtiyati tedbir konması ve iflas masasına dâhil edilmesi de mümkün değildir⁶⁵². Fon mal varlığının tasfiyesinde katılma payı sahipleri haricinde ödeme yapılması mümkün değildir⁶⁵³.

2. GSYF'lerin yönetimi ve temsili

Girişim sermayesi yatırım fonunun mutlaka bir kurucusunun olması gerekmektedir⁶⁵⁴. Bu kurucu, portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri olabilir⁶⁵⁵. Fon kurucusu, fonun temsil, yönetim ve denetiminden sorumludur. Fonun tüzel kişiliğinin bulunmadığı dikkate alındığında, üçüncü kişilerle olan işlemleri bakımından temsili özel önem arz etmektedir. Sözleşmelere taraf olunması, girişim şirketlerinin yönetimine katılım, girişim şirketlerinin genel kurullarında temsil gibi hususlar bakımından fonu kurucunun yönetim kurulu temsil eder⁶⁵⁶. Bu durumda, tüzel kişiliği ve dolayısıyla yönetim organı bulunmayan fon, anonim şirket şeklinde kurulmuş olan kurucusunun kanuni temsil organı olan yönetim kurulu tarafından temsil ve ilzam edilir⁶⁵⁷.

Girişim sermayesi yatırım fonlarının temsili bakımından sorun olarak nitelendirilebilecek bir husus fon kurucusunun yönetim kurulunun GSYF Tebliği'nin 10/1 maddesi kapsamında sahip olduğu temsil yetkisinin devrine ilişkindir. GSYF Tebliği'nin 10/1 maddesine göre, kurucunun yönetim kurulu, fonun temsiline ilişkin

⁶⁵¹ SPKn madde 53/2. GSYF Tebliği, madde 5/2.

⁶⁵² SPKn madde 53/2. GSYF Tebliği, madde 5/2.

⁶⁵³ SPKn madde 53/3.

⁶⁵⁴ GSYF Tebliği'nin 11. Maddesi kurucuda bulunması gereken bir kısım özellikleri düzenlemektedir. Buna göre, Kurucuların yönetim kurulu üyelerinden en az birinin girişim sermayesi yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması gereklidir. Ayrıca kurucular nezdinde bir yatırım komitesi oluşturulması ve bu yatırım komitesinde asgari olarak birinci cümlede belirtilen niteliği haiz yönetim kurulu üyesi, genel müdür ile dört yıllık yükseköğrenim görmüş ve girişim sermayesi yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip tam zamanlı ya da yarı zamanlı bir personelin bulunması zorunludur

⁶⁵⁵ GSYF Tebliği, madde 4/1.

⁶⁵⁶ GSYF Tebliği, madde 10/1.

⁶⁵⁷ Anonim şirketlerin temsili hakkında detaylı bilgi için bkz: Günay, Y.S. (2020). *Anonim Şirketlerin Temsili*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

yetkisini bir veya daha fazla yönetim kurulu üyesine veya kurucunun birinci derece imza yetkisine sahip personeline veya yatırım komitesine devredebilecektir. Burada hukuki olarak belirsizlik yaratan husus, temsil yetkisinin devri bakımından TTK m.371/7 çerçevesinde bu devrin bir iç yönergeye göre yapılıp yapılmayacağıdır.

Bilindiği üzere, TTK371/7 bağlamında bir anonim şirket yönetim kurulu, temsil yetkisini sadece bir iç yönerge ile devredilebilecektir⁶⁵⁸. Kurucunun yönetim kurulunun, GSYF Tebliği'nin 10/1 maddesi kapsamında fonun temsiline ilişkin yetkisini devrederken bir iç yönerge çıkarıp çıkarmaması gerektiği ve hukuken sahip olduğu bu yetkiyi kurucunun yönetimi ve temsili için çıkarılacak olan iç yönergeden ayırıp ayırmaması gerektiği ile ilgili herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Kanaatimiz, söz konusu yetki devrinin mutlaka TTK m. 371/1'e göre çıkarılacak bir iç yönergeyle yapılmasının doğru olacağı yönündedir. Başka bir deyişle, fon kurucusunun kendi işleri bakımından sahip olduğu temsil yetkisi de fonun temsiline ilişkin sahip olduğu temsil yetkisi de mevzuattan kaynaklanan temsil yetkisidir ve bu iki yetki arasında hukuki nitelik bakımından herhangi bir fark bulunmamaktadır. Bu sebeple, fonun temsili bakımından TTK m. 371/1'e uygun bir iç yönerge çıkarılmasının gerekli olduğu kanaatindeyiz.

Girişim sermayesi yatırım fonunun TTK ve pay sahipliği sözleşmelerinden doğan ortaklık haklarını kullanmak üzere kurucu personeli olmayan üçüncü kişileri de vekil olarak tayin etmesi mümkündür⁶⁵⁹. Kurucunun yönetim kurulu tarafından tesis edilmesi gereken bu karar, kurucunun mevzuattan doğan sorumluluğunu ortadan kaldırmayacaktır.

⁶⁵⁸ Anonim şirketlerde temsil yetkisinin devri hakkında Bkz: Kırca, İ. (2014). "TTK m. 371.7 Hakkında Bir İnceleme: AB'ye Üyelik Yolunda Geri Adım". *BATİDER*. XXX (3), 23-37; Günay, age, 23-121.; Yanlı, V. ve Okutan Nilsson, G. (2014). "Anonim ve Limited Şirketlerde Sınırlı Yetkili Temsilci Tayini". *BATİDER XXX(4)*, 5-42.; Özdamar, M. (2014). "6552 Sayılı Kanun ile TTK'da Yapılan Değişiklikler Çerçevesinde Anonim Şirketin Temsili". *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi XVIII* (3-4), 137-163.; Akdağ Güney, N. (2014). "6552 Sayılı Torba Kanun ile TTK md. 371'e Eklenen Yedinci Fıkra ile İlişkin Değerlendirmeler". *Arslanlı Bilim Arşivi, Elektronik Nehir Dergi*, <http://www.arslanlibilimarsivi.com/node/25>, (Yayın Tarihi: 13.11.2014), 1-25.; Pulaşlı, H. (2014). "6552 Sayılı (Torba) Kanunla Türk Ticaret Kanununa Eklenen Yeni Hükümlerin Değerlendirilmesi." *Legal Hukuk Dergisi*, 12(124), 39-48.; Kuru, Ö. (2022). *Anonim Şirketlerde Temsil ve Temsil Yetkisinin Devri*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

⁶⁵⁹ GSYF Tebliği, madde 10/2.

3. GSYF bilgilendirme dokümanları

Girişim sermayesi yatırım fonu için fon içtüzüğü, ihraç belgesi ve yatırımcı bilgi formu olmak üzere üç adet bilgilendirme dokümanı bulunmaktadır. Fon içtüzüğü, fonun katılma payı sahipleri ile fon kurucusu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasındaki ilişkileri, fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini ve fonun vekâlet sözleşmesi hükümlerine göre yönetilmesini düzenleyen, genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşmedir⁶⁶⁰.

GSYF Tebliği'nin fon içtüzüğü tanımı⁶⁶¹ birçok hukuki kavramı bünyesinde barındırmaktadır. Söz konusu tanıma göre fon iç tüzüğü, “*genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşme*”dir.

İltihaki sözleşmenin tanımı ve işlevi bakımından öğretide farklı görüşler bulunmaktadır. Kocayusufpaşaoğlu, genel işlem şartları da dâhil olmak üzere, taraflardan birinin önceden hazırladığı sözleşme şartlarını diğer tarafa dayattığı bütün sözleşmeler bakımından iltihaki sözleşme terimini kullanmıştır⁶⁶². Eren de iltihaki sözleşmeyi, tarafların sözleşmenin üzerinde müzakerelerde bulunmadığı, sözleşmenin bir tarafının sözleşmedeki bütün şartları tamamen kabul etme veya tamamen reddetme dışında alternatifinin olmadığı sözleşmeler olarak nitelendirmektedir⁶⁶³. Bu anlamda, iltihaki sözleşmenin öğretide genel işlem koşullarıyla eş anlamı olarak kullanıldığı görülmektedir⁶⁶⁴. Yargıtay da çeşitli kararlarında iltihaki sözleşme ile genel işlem koşullarını eş anlamlı olarak kullanmaktadır⁶⁶⁵. Bununla birlikte, bizim de katıldığımız bir başka görüş, iltihaki sözleşme ile genel işlem koşullarını birbirinden ayırmakta ve genel işlem koşullarını iltihaki sözleşmenin bir üst başlığı olarak değerlendirmektedir⁶⁶⁶. Bu görüş çerçevesinde, iltihaki sözleşme sadece kamu kurumları ile imzalanan tip nitelikteki

⁶⁶⁰ SPK m. 52/1. GSYF Tebliği m. 6/1.

⁶⁶¹ GSYF Tebliği m. 6/2.

⁶⁶² Kocayusufpaşaoğlu, N. (2014). *Borçlar Hukukuna Giriş-Hukukî İşlem-Sözleşme*. 2010 Tarihli 5. Basıdan (6. Tıpkı Bası), İstanbul, s. 230-231; Reisoğlu, S. (2012). *Türk Borçlar Hukuku, Genel Hükümler*, 23. bs., İstanbul, s. 70.

⁶⁶³ Eren, F. (2021). *Borçlar Hukuku-Genel Hükümler*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. s. 214.

⁶⁶⁴ Kutluay, E. (2017). “Türk Borçlar Hukukunda Genel İşlem Koşulları”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 19(3), 1369-1422; Sirmen, L. (2015). “Genel İşlem Şartları Kavramı”. *İzmir Barosu Dergisi*, 3, 208.

⁶⁶⁵ Yargıtay 3. Hukuk Dairesi, 02.06.1998 Tarih, E: 1198/4263, K: 1998/6098 Sayılı Kararı

⁶⁶⁶ Oğuzman, K., Öz, T. (2021). *Borçlar Hukuku Genel Hükümler, Cilt 1*. İstanbul: Vedat Kitapçılık. s. 26.

sözleşmeler için kullanılmaktadır⁶⁶⁷. Yargıtay da birçok kararında iltihaki sözleşmeyi elektrik, su gibi kamu hizmeti gören kamu kurumları ile hizmet alan kişiler arasında akdedilen sözleşme olarak nitelendirmektedir⁶⁶⁸.

GSYF Tebliği'nin 6/1 maddesinde yer alan “genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşme” kavramının ise içtüzüğün kurucu tarafından hazırlanması ve diğer tarafların bu sözleşmeye katılması dolayısıyla, hukuken isabetli olarak kullanıldığı kanaatindeyiz. Gerçekten, GSYF Tebliği'nin 12/1 maddesi uyarınca kurucu taslak fon içtüzüğünü fonun kuruluşu aşamasında SPK'ya sunar. Fon içtüzüğünün SPK tarafından onaylanmış olması da fonun kuruluşu bakımından bir ön şarttır. Kurulca onaylanan içtüzük, kurucu tarafından ticaret sicilinde tescil ve TTSG'de ilan ettirilir⁶⁶⁹. GSYF Tebliği'nin 1 Nolu eki fon içtüzüğünde bulunması gereken unsurları düzenlemektedir⁶⁷⁰.

Fonun diğer bilgilendirme dokümanı olan fon ihraç belgesi, fonun niteliği ve satış şartları hakkında bilgileri içerir⁶⁷¹. Yatırımcı bilgi formu ise, fonun yatırım stratejisini ve risklerini, fon yapısını gösteren ve standardı SPK tarafından belirlenen, ihtiyari nitelikte bir dokümandır⁶⁷².

4. GSYF'lerin hukuki özellikleri

Yatırım fonlarının hem SPKn m. 52/1'de hem de GSYF Tebliği'nin 6. maddesinde düzenlenmiş olan bir kısım hukuki özellikleri bulunmaktadır. SPK madde 52/1'e göre yatırım fonları, fon katılma payı karşılığında toplanan para veya

⁶⁶⁷ Atamer, Y. M. (2001). *Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi*. İstanbul: Beta Yayıncılık. s. 7.

⁶⁶⁸ Yargıtay 13. Hukuk Dairesi, 16.01.2012 Tarih, E:2011/13321, K:2012/266 Sayılı Kararı; Yargıtay Hukuk Genel Kurulu'nun 13.05.1977 Tarih, E:1976/1976, K:1977/480 Sayılı Kararı; Yargıtay Hukuk Genel Kurulu'nun 25.09.2013 Tarih, E:2012/1927, K:2013/1406 Sayılı Kararı.

⁶⁶⁹ GSYF Tebliği m. 12/4.

⁶⁷⁰ Buna göre fon içtüzüğünde; (a) fonun unvanı, türü, süresi, (b) kurucunun, yöneticinin ve portföy saklayıcısının unvanı ve adresleri, (c) fona ilişkin olarak, yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkeleri ile uygulanan fiyat dahil katılma paylarının alım satımına, portföyün yönetimine ve saklanmasına, portföyün değerlemesine, fon mal varlığından yapılabilecek harcamalara, fon gelir gider farkının katılma payı sahiplerine aktarılmasına, birim pay fiyat açıklama dönemine, fona katılma ve fondan ayrılma şartlarına ve varsa pay gruplarına ilişkin genel esaslar, (ç) Fonun tasfiye şekli, (d) performans ücretinin fondan veya katılma payı sahiplerinden tahsiline ve kâr dağıtımına ilişkin genel bilgiler, (e) varsa nitelikli katılma paylarına ilişkin esaslar ve (f) SPK tarafından belirlenecek diğer esaslar yer alır.

⁶⁷¹ GSYF Tebliği, madde 6/3.

⁶⁷² GSYF Tebliği, madde 6/3.

diğer varlıklarla, tasarruf sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre portföyleri işletmek amacıyla kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal topluluğudur.

SPKn madde 52/4'e göre, yatırım fonları bakımından portföy yönetim şirketi ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere SPKn, ilgili mevzuat ve fon içtüzüğünde hüküm bulunmayan hallerde TBK'nın 502 ile 514⁶⁷³ maddeleri kıyasen uygulanacaktır. SPKn m 52/4 hükmü aynı şekilde GSYF Tebliği'nin 7/3 maddesinde de tekrar edilmiştir. GSYF Tebliği'nin 6/2 maddesi ile fon iç tüzüğünün, fon portföyünün SPKn'nın 56. maddesi uyarınca vekâlet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan bir sözleşme olduğu düzenlenmektedir.

Bütün bu düzenlemeler kapsamında, hukuki olarak portföylerin inançlı mülkiyet esaslarına göre yürütülmesi ve portföyün vekâlet akdi hükümlerine göre yönetilmesi ön plana çıkmaktadır.

a. Fon mal varlığının yönetilmesinde inançlı mülkiyet esası

Türk hukukunda, inançlı işlemleri tanımlayan ve inançlı mülkiyet esaslarına ilişkin hükümler içeren herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır⁶⁷⁴. Bununla birlikte hem öğretide hem de Yargıtay kararlarında, TBK m. 26 ile düzenlenen sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde, inançlı sözleşmelerin yapılmasının mümkün olduğu kabul edilmektedir.

En temel haliyle inançlı sözleşme ya da inanç sözleşmesi, inananın bir hakkını veya mal varlığını belirli bir amaçla inanılana devretmeyi, inanılanın da söz konusu hakkı inananın emir ve talimatlarına göre kullanmayı, taraflar arasında amacın gerçekleşmesi ile birlikte de inanana devretmeyi üstlendiği sözleşme olarak tanımlanabilecektir⁶⁷⁵. Yargıtay tarafından inançlı sözleşmesi “*inananla inanılan arasında yapılan, onların hak ve borçlarını belirleyen, inançlı muamelenin sona erme sebeplerini ve devredilen hakkın, inanılan tarafından inanana geri verme (iade) şartlarını içeren borçlandırııcı bir muameledir. Bu sözleşme, taraflarının hak ve*

⁶⁷³ TBK'nın 502 ile 514 maddeleri vekâlet sözleşmesini düzenlemektedir.

⁶⁷⁴ Berktaş Yüksel, age, s. 19.

⁶⁷⁵ Özkaya, E. (2020). *Açıklamalı-İçtihatlı İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. s. 31. Öz, T. (2023). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. s. 117.; Eren, Genel Hükümler, s 382.

*borçlarını kapsayan bağımsız bir akit olup, alacak ve mülkiyetin naklinin hukukî sebebinin teşkil eder.” şeklinde açıklanmıştır*⁶⁷⁶.

Doktrinde yapılan diğer tanımlar ve Yargıtay kararları çerçevesinde inançlı işlem bakımından; nisbi ve borçlandırıcı işlem niteliğindeki bir inanç sözleşmesi, bu sözleşmeye istinaden gerçekleştirilen devir işlemi ve inanılanın inanç konusu üzerinde elde ettiği hâkimiyet yetkisinin geçerli olduğu unsurlar olduğu görülmektedir⁶⁷⁷

SPKn m. 52/6’da ve ikincil mevzuatta kullanılmış olan inançlı mülkiyet esası kavramının hangi gerekçelerle kullanıldığını ve bu kullanımın yerindeliğini tartışmak gerekir. SPKn’nın genel ve özel gerekçesi incelediğinde inançlı mülkiyet esasına ilişkin herhangi bir açıklama bulunmadığı görülmektedir.

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nu⁶⁷⁸ incelediğimizde, kanunun 37, 38/B ve 38/C maddelerinde yer alan düzenlemelerde yatırım fonu, konut finansman fonu ve varlık finansman fonu bakımından fon portföyünün inançlı mülkiyet esasına göre saklandığı düzenlenmektedir. 2499 Sayılı Kanun’un genel gerekçesinde inançlı mülkiyet esasının tercih edilmesine ilişkin açıklama getirilmiştir. Genel gerekçede yer alan bu açıklamaya göre; tasarruf sahipleri, fon yöneticisi ve fon varlığını saklayan kuruluşlar arasındaki üçlü ilişkide fon mal varlığının malikine ilişkin olarak müşterek mülkiyet ve inançlı mülkiyet olmak üzere iki alternatif bulunmaktadır. Müşterek mülkiyet esasında; müşterek maliklerin her zaman taksim isteyebilecek

⁶⁷⁶ Yargıtay Hukuk Genel Kurulunun 2019/799 E. 2022/911 K ve 14.6.2022 tarihli kararı. Benzer şekilde: Yargıtay 7. Hukuk Dairesinin 2022/1262 E., 2023/2183 K. ve 13.4.2023 tarihli kararı; Yargıtay Hukuk Genel Kurulu’nun 13.05.1992 tarih, 1992/14-249 E, 1992/323 K. sayılı kararı; Yargıtay Hukuk Genel Kurulunun 2013/376 E., 2014/49 K. ve 29.1.2014 tarihli kararı; Yargıtay Hukuk Genel Kurulunun 2010/394 E., 2010/395 K. ve 14.7.2010 tarihli kararı; Yargıtay 4. Hukuk Dairesinin 2016/8690 E., 2018/4579 K. ve 30.5.2018 tarihli kararı; Yargıtay 8. Hukuk Dairesinin 2014/8275 E. 2014/14507 K. ve 8.7.2014 tarihli kararı; Yargıtay 14. Hukuk Dairesinin 2008/15146 E., 2009/253 K. ve 20.01.2009 tarihli kararı; Yargıtay 3. Hukuk Dairesinin 2016/15336 E., 2017/1675 K. ve 20.2.2017 tarihli kararı; Yargıtay 1. Hukuk Dairesinin 2008/6245 E., 2008/8050 K. ve 26.6.2008 tarihli kararı.

⁶⁷⁷ Berktaş Yüksel, age, 19-20. Kocayusufpaşaoğlu, Genel Hükümler, s. 363; Oktay Özdemir, S (1999). “Teminat Amaçlı Mülkiyet Devir Sözleşmeleri”. *Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni*, 19 (1-2), 657-683; Nomer, H. N. (2016). “Teminat Amaçlı Vefalı Satışlar ile İnanç Sözleşmeleri ve Lex Commissoria Yasağı”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 22(3), 2007-2015.; Kılıçoğlu, A. M. (2021). *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, (Gözden Geçirilmiş Güncelleştirilmiş 25. Bası). Ankara: Turhan Kitapevi, s. 242.; Uygur, A. B. (2006). “Teminat Amaçlı İnançlı İşlemler”. *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 10(1), 171-195.

⁶⁷⁸ 30 Temmuz 1981 tarih ve 17416 Sayılı Resmî Gazete.

olmaları dolayısıyla yatırım fonunun sürekliliği ilkesiyle uyuşmadığı, müşterek maliklerle fon yöneticileri arasındaki vekâlet ilişkisi dolayısıyla müşterek maliklerin fon yöneticilerine talimat vermelerinin ve onları azletmelerinin mümkün olduğu ancak yatırım fonlarında katılma belgesi sahiplerinin hiçbir şekilde yönetime katılmaması ve fon yöneticisine talimat vermemesi gereklilikleri dolayısıyla müşterek mülkiyet esasının yatırım fonları bakımından uygun olmadığı ifade edilmiştir⁶⁷⁹.

Yine 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun genel gerekçesinde yatırım fonları bakımından inançlı mülkiyet esasının uygulanmasının gerekçesi ise “*İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon yöneticisi maliktir. Tasarruf sahipleri muamelelerinin bir kısmını katılma belgesi olarak inançlı yöneticinin mülkiyetine verirler. Bu intikal bir inanç sözleşmesi (yatırım fonlarında fon sözleşmesi, fon iç tüzüğü) ile sağlanır. Yönetici sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur, ancak, bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır. Türk/İsviçre hukukunda inançlı mülkiyet özel olarak düzenlenmemiş olmakla beraber doktrin ve içtihatlar tarafından geçerli bir hukuki müessese olarak kabul edilmektedir. Bu sebeple tasarıda yatırım fonlarının inançlı mülkiyet esasına göre kurulması öngörülmüştür.*” şeklinde ifade edilmiştir. Görüldüğü üzere, yatırım fonları bakımından inançlı mülkiyet esası bilinçli bir tercihi yansıtmaktadır. Kanun koyucu, müşterek mülkiyetin yatırım fonları bakımından barındıracağı dezavantajları göz önüne alarak, inançlı mülkiyet esasını benimsemiştir. Fon yönetimi bakımından inançlı mülkiyet esasının belirlenmesinin temel amacı, fonun yatırımcıların amaçlarına uygun bir şekilde yönetilmesinin ve portföy yönetim şirketinin elde ettiği yetkiyi kötüye kullanmasının engellenmesi olarak nitelendirilebilecektir⁶⁸⁰.

SPKn ve ikincil mevzuat kapsamında düzenlenmiş olan inançlı mülkiyet esası, SPK tarafından yatırım fonlarına ilişkin hukuki rejimin temel noktalarından biri olarak tanıtılmaktadır. SPK tarafından yayımlanan Yatırım Fonları Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığında, yatırım fonlarının yönetim ilkeleri kısmında inançlı mülkiyet, “*Yatırım fonları inançlı mülkiyet esasına dayanır. İnançlı mülkiyet*

⁶⁷⁹ 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Genel Gerekçesi.

⁶⁸⁰ Berktaş Yüksel, age, s. 187.

esasinda fona inançlı olarak fon kurucusu sahiptir. Tasarruf sahipleri ise fonla ilgili işlemleri yapma yetkisini kurucuya verirler. Bu yetki devri fon içtüzüğü ile olur. Kurucu, fonu bu sözleşme (içtüzük) çerçevesinde ve tasarruf sahiplerinin haklarını koruyarak yönetmek/yönettirmek zorundadır.” şeklinde ifade edilmektedir⁶⁸¹. Öğretide, yatırım fonları bakımından kolektif yatırım sözleşmeleri inanç sözleşmesi, yatırımcılar inanan ve portföy yönetim şirketleri inanılan olarak nitelendirilmektedir⁶⁸².

GSYF Tebliği’nin 6. maddesinde fon içtüzüğünün, katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini konu alan bir sözleşme olduğu düzenlenmiştir. Bu çerçevede, fon iç tüzüğünü inanç sözleşmesi, katılma payı sahiplerini inanan, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisini de inanılan olarak tasnif etmek doğru olacaktır.

b. Portföyün vekâlet akdi hükümlerine göre yönetilmesi

Fon iç tüzüğü; katılma payı sahipleri ile fon kurucusu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasındaki ilişkileri ve fonun vekâlet sözleşmesi hükümlerine göre yönetilmesini düzenleyen bir sözleşmedir. Borçlar hukuku anlamında bir sözleşme hüviyeti taşıyan fon iç tüzüğü, TBK’da düzenlenen sözleşme tiplerinden biri değildir.

Bununla birlikte fon içtüzüğünün isimsiz bir sözleşme olarak da nitelendirilemeyeceği kanaatindeyiz. Öğretide isimsiz sözleşme, kanunda sözleşmeye tipini veren unsurlarıyla türsel olarak düzenlenmemiş sözleşmeler olarak tanımlanmaktadır⁶⁸³. Hem SPKn hem de ikincil mevzuatta fon içtüzüğünün tipini ve

⁶⁸¹Sermaye Piyasası Kurulu (2022). *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: Yatırım Fonları*. <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/3-Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Fonlar%C4%B1.pdf> (e. t. 11.06.2023).

⁶⁸²Nomer, N.F. (2002). “Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Durumu”. *Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı*, C.I İstanbul, s. 614.; Yıldız Destanoğlu, B. (2004). Yatırım Fonu Katılma Belgeleri. *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü*. s. 124; Berktaş Yüksel, age, s. 184.

⁶⁸³Gümü, M. A. (2012). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt I-İsimsiz Sözleşmeler Teorisi, Satış, Mal Değişimi, Kira, Kullanım Öduncü, Tüketim Öduncü*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 4. (Cilt I); Aral, F., & Ayrancı, H. (2022). *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*. (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 15. Baskı), Ankara: Yetkin Yayınları, s. 79.; Yavuz, C. (2022). *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. Birinci Cilt. 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu’na Göre Güncellenmiş ve Yenilenmiş 11. Baskı. İstanbul: Beta Yayınevi. s. 28; Oktay, S. (2011). “İsimsiz sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşluklarının Tamamlanması”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 55(1-2), 263-296;

unsurlarını belirten düzenlemeler söz konusu olduğu için, fon içtüzüğü tipik veya isimli bir sözleşme olarak tasnif edilebilecektir.

Bu durumda, fon içtüzüğüne ilişkin olarak öncelikle SPKn ve ikincil mevzuatta yer alan hükümler uygulama alanı bulacaktır. İçtüzükte bulunan boşluğun bu mevzuat tarafından da doldurulamaması durumunda ne yapılacağını ise hem SPKn m. 52/4 hem de GSYF Tebliği m. 7/3 açık bir şekilde düzenlemektedir. Bu hükümlere göre, portföy yönetim şirketleri ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkilere, SPKn’da, ikincil mevzuatta ve fon içtüzüğünde hüküm bulunmayan hallerde vekâlet sözleşmelerine ilişkin hükümler kıyasen uygulanacaktır. Ayrıca, GSYF Tebliği’nin 6/2 maddesi fon içtüzüğünü, katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini ve vekâlet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan sözleşme olarak tanımlamaktadır. Bu yönüyle kurucu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi, katılma payı sahiplerinin vekili sıfatıyla hareket etmektedir⁶⁸⁴. Bu bakımdan, vekâlet akdi hükümlerinin uygulanması hem SPKn’nın açık hükmü hem de fon içtüzüğü kapsamında fon portföyünün yönetimi kapsamında söz konusu olmaktadır.

Vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümler, TBK’nın 502 ila 514. maddeleri arasında düzenlenmektedir. TBK’nın 502. maddesi vekâlet sözleşmesini, vekilin vekâlet verenin bir işlemini yapmayı veya işini görmeyi üstlendiği sözleşme olarak tanımlamaktadır. Girişim fonları bakımından incelediğimizde, vekil eden katılma payı sahipleri iken vekiller kurucu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisidir. Benzer şekilde, GSYF Tebliği’nin 6/2 maddesi uyarınca görülecek iş ise, fon portföyünün yönetilmesidir. Bu noktada, girişim sermayesi fonları bakımından TBK’nın 502 ila 514 maddeleri arasındaki bütün hükümlerin uygulama alanı bulup bulamayacağına da değinmek gerekir.

TBK’nın 505. maddesi vekilin vekâlet verenin açık talimatlarına uymakla yükümlü olduğunu düzenlemektedir. GSYF Tebliği’nin 8/1 maddesi ise, kurucunun

Eren, F. (2015). İsimli Bazı Sözleşme Türleri. *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1(1), 63-126. Yücer Aktürk, İ. (2016). *İsimli Sözleşme Genel Teorisi ve Uzaktan Öğretim Sözleşmesi*, s. 29 vd. Eren, F. (2019). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. (7. Baskı). Ankara: Yetkin Yayıncılık, s. 17-18.
⁶⁸⁴ Önder, M. F. (2001). “Türk Hukukunda Yatırım Fonları”. *Öneri Dergisi*, 4 (16), 223-226.

veya varsa portföy yöneticilerinin, “fon malvarlığını yatırımcı lehine ve yatırımcının çıkarını gözeterek şekilde, portföy yönetim tebliğinde yer alan düzenlemeler çerçevesinde, SPKn, GSYF Tebliği, içtüzük hükümleri ve ihraç belgesinde belirlenen yönetim ilkelerine göre” yönetmekle yükümlü olduğunu düzenlemektedir. Bu durumda, kurucunun veya portföy yöneticilerinin katılma payı sahiplerinden doğrudan talimat alması değil, onların menfaatine uygun olarak davranması beklenmektedir. Benzer şekilde, TBK m. 508⁶⁸⁵’de düzenlenmiş olan hesap verme yükümlülüğü de ancak mevzuat ve içtüzük düzenlemeleri çerçevesinde mümkün olabilecektir. Bununla birlikte, TBK m. 506’da düzenlenmiş olan sadakat ve özen gösterme yükümlülüklerinin aynı şekilde uygulanacağını söylemek mümkündür.

TBK’nın vekâlet sözleşmesine ilişkin sona erme hükümlerinin girişim sermayesi fonları bakımından ayrıca incelenmesi gerekmektedir. TBK m. 512 vekâlet veren ve vekilin, vekâlet sözleşmesini her zaman tek taraflı olarak feshedebileceğini düzenlemektedir. Girişim sermayesi yatırım fonları bakımından tek taraflı olarak azil ve istifa mümkün değildir.

Sonuç olarak, hem SPKn m. 52/4 hem de GSYF Tebliği m. 6/2 ve m. 7/3 çerçevesinde, katılma payı sahipleri ile kurucu ve portföy yöneticileri arasındaki ilişkide mevzuat ve içtüzükte boşluk bulunan hallerde TBK’nın vekâlet sözleşmesine ilişkin hükümleri, girişim sermayesi yatırım fonunun hukuki yapısına uygun düştüğü ölçüde uygulama alanı bulacaktır. Vekâlet sözleşmesinin kıyasen uygulanacağına ilişkin bu hükümler kıyasen uygulama hükmü olup fon içtüzüğünü ve taraflar arasındaki ilişkiyi doğrudan bir vekâlet sözleşmesi hüviyetine büründürmemektedir⁶⁸⁶.

5. GSYF’lerin faaliyetleri

a. Fonun kuruluşu ve pay ihracı

Fonun kuruluş süreci, kurucunun taslak içtüzük ve SPK tarafından talep edilen diğer belgelerle birlikte SPK’ya başvurusu ile başlar. SPK, yapılan başvurudan

⁶⁸⁵ TBK m. 508. Vekil, vekâlet verenin istemi üzerine yürüttüğü işin hesabını vermek ve vekâletle ilişkili olarak aldıklarını vekâlet verene vermekle yükümlüdür.

⁶⁸⁶ Önder, age, s. 223-224.

itibaren iki ay içerisinde fonun kuruluşunu karara bağlar ve kuruluşu takiben onaylı içtüzüğün TTSG’de ilan edilmesi gerekir⁶⁸⁷.

GSYF Tebliği m. 13 uyarınca, fon kuruluşundan itibaren en geç altı ay içerisinde katılma paylarının ihracı için SPK’ya başvuruda bulunulması gerekir. Burada, girişim sermayesi yatırım fonunun kuruluş süreci ile paylarını ihraç süreci birbirinden tamamen bağımsız hukuki aşamaları ifade etmektedir.

Girişim sermayesi yatırım fonların katılma paylarının sadece nitelikli yatırımcılara satılması mümkündür. Nitelikli satışı diğer satış türlerinden ayıran en önemli husus alıcıların sahip olduğu özelliklerdir⁶⁸⁸. Nitelikli yatırımcı, SPK’nın II-5.2 Sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği’nin 4.1 maddesinde yatırım kuruluşları ile ilgili düzenlemeler çerçevesinde belirlenecek olan profesyonel yatırımcılar⁶⁸⁹ olarak tanımlanmıştır. Profesyonel yatırımcıların kim olduğu ve hangi profesyonel yatırımcıların nitelikli yatırımcı olarak kabul edilecekleri ise III-39.1 Sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ’in 32. maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre, bir müşterinin profesyonel müşteri olarak kabul edilebilmesi için aşağıda sayılmış olan şartlardan en az ikisini karşılaması gerekmektedir:

- İşlem yapılması talep edilen piyasalarda son 1 yıl içinde, her 3 aylık dönemde en az 500.000 Türk Lirası hacminde ve en az 10 adet işlem gerçekleştirmiş olmaları
- Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması
- Finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olması veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olması veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olması.

⁶⁸⁷ GSYF Tebliği m. 12.

⁶⁸⁸ Manavgat, Halka Arz, s 559.

⁶⁸⁹ Profesyonel yatırımcıların kim olduğu ve hangi profesyonel yatırımcıların nitelikli yatırımcı olarak kabul edilecekleri ise

Fon katılma payları, ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması akabinde ihraç belgesinde belirtilen süre ve esaslar çerçevesinde yatırımcılara sunulur⁶⁹⁰. Katılma payları karşılığında toplanan paranın mutlaka GSYF Tebliği'nde sayılmış olan yatırımlar için kullanılması gerekmektedir⁶⁹¹.

b. Fon katılma payı

Girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarının itibari değeri bulunmaz, fonun birim pay değeri ise fon toplam değerinin katılma payı sayısına bölünmesi neticesinde elde edilir⁶⁹². Bu çerçevede, girişim sermayesi yatırım fonu bakımından pay, anonim şirket payından farklı bir hukuki kavramı ifade etmektedir. Anonim şirketler bakımından esas sermaye sistemi söz konusu olduğu için şirket payı ve bunun itibari (nominal) değeri, ortaklık esas sermayesinin belirli sayıda birim değere bölünmüş olan parçasını ifade etmektedir⁶⁹³. Bu anlamda, girişim sermayesi yatırım fonu bakımından söz konusu olan pay esas sermayenin bir parçası olarak payı değil, pay sahipliği mevki olarak payı ifade etmektedir. Şirketler hukuku temel prensipleri gereğince pay sahipliği hakları pay sahibine değil, paya bağlıdır⁶⁹⁴. Yatırım fonları bakımından da devredilebilir olan bir değeri, hakları ve borçları ifade etmek üzere pay kavramı kullanılmaktadır.

Katılma payı MKK nezdinde SPKn m. 13 uyarınca kayden izlenir ve nitelikli yatırımcılar arasında devre konu olabilir. Katılma paylarının kayden izlenmesi, bunların en baştan kaydileştirilmesini ve pay devirlerinin de kaydi olarak gerçekleştirilmesini ifade eder. Bu kapsamda kaydileştirme, sermaye piyasası araçlarının fiziki senetler olmaksızın, elektronik ortamda bu araçlara karşılık gelmek

⁶⁹⁰ GSYF Tebliği m. 13/7.

⁶⁹¹ GSYF Tebliği m. 13/8.

⁶⁹² GSYF Tebliği m. 15/1.

⁶⁹³ Arslanlı, H. (1958). "Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği", *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 23(3-4), 248-290; Pulaşlı, H. (2022). *Şirketler Hukuku Şerhi- Cilt III*. Tamamen Yenilenmiş ve Genişletilmiş 4. Baskı. Ankara: Adalet Yayınevi, s 1770.; Sungur, H. H. (1959). *Türk Ticaret Kanunu Şerhi ve Tatbikatı ve İlgili Mevzuat II, Ticaret Şirketleri*, İstanbul, s. 267.; Domaniç, H. (1988). *Türk Ticaret Kanunu Şerhi - Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulanması*, C. 2, İstanbul s. 1056; Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I, s 615; Kirkit, E. (2022). *Anonim Şirket Payının Rehni*. Ankara: Seçkin Yayıncılık: s 30.

⁶⁹⁴ Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I, s. 615-616.; Pulaşlı, H. Şerh-Cilt III, s. 1770.

üzere aynı nitelik ve hakları taşıyacak şekilde kayıtlar oluşturulmasını ifade etmektedir⁶⁹⁵.

Fon kurucusu ayrıca, nitelikli yatırımcıların fona kaynak taahhüdünde bulunmalarını talep eder, bu kaynak bir defada veya taksitler halinde ödenebilir⁶⁹⁶. Fon tarafından toplanacak toplam kaynak tutarı ihraç belgesinde düzenlenir. 2024 yılı için girişim sermayesi yatırım fonları tarafından toplanacak asgari kaynak taahhüdü 50.000.000 TL'dir⁶⁹⁷.Asgari kaynak taahhüdünün, katılma paylarının satışına başlanmasından itibaren 2 yıl içerisinde tahsil edilmesi ve tahsil edilmesinden itibaren 2 yıl içerisinde yatırıma dönüştürülmesi gerekmektedir. GSYF Tebliği'nde belirtilen süreler içerisinde asgari kaynak taahhüdüne ulaşılamaması durumunda fonun faaliyetleri sona erdirilir ve tasfiye süreci başlar⁶⁹⁸.

c. Fon yatırımları

Girişim sermayesi yatırım fonları sadece girişim şirketlerine⁶⁹⁹ yatırım yapabilirler. Hangi tür yatırımların girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edileceği GSYF Tebliği'nin 18/3 maddesinde detaylı olarak açıklanmıştır. Bu çerçevede, girişim şirketlerinin paylarının satın alınmasından başka girişim sermayesi yatırım fonlarına yatırım yapılmasına kadar oldukça geniş çerçevedeki faaliyet, girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmektedir.

GSYF Tebliği m. 19, girişim sermayesi yatırımları için çeşitli sınırlamalar getirmektedir. Buna göre, girişim sermayesi yatırımları bakımından fonun toplam

⁶⁹⁵ Manavgat, Ç. (2001). "Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları". *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 50(2), 161-191, (Kaydi Sistem); Ünal, M. (2011). *Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*. Ankara: Adalet Yayınevi, s. 21.; Sermaye Piyasası Kurulu. (2022). *Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme*; Günal, V., Okat, Y. Ö. (2021). *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s. 86-88.

⁶⁹⁶ GSYF Tebliği m. 22/1.

⁶⁹⁷ SPK tarafından 2024 yılı için yapılan yeniden değerlendirme oranına göre söz konusu olan tutarı yansıtmaktadır. Bkz: 2023/82 Sayılı SPK Bülteni.

⁶⁹⁸ GSYF Tebliği m. 22/2.

⁶⁹⁹ GSYF Tebliği m. 18/1'e göre girişim şirketi; büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip olan, operasyonel, üretim ya da satış performansının geliştirilmesi suretiyle yüksek getiri beklentisi sunabilen ve verilecek finansal ve/veya kurumsal destekle faaliyet amacını gerçekleştirebilecek durumda olan şirketlerdir. Girişim şirketlerinin Türkiye'de kurulu/kurulacak olması veya yatırım tarihi itibarıyla varlıklarının en az %80'inin Türkiye'de bulunması gerekmektedir. Ayrıca, yatırım yapılacak girişim şirketinin anonim şirket veya limited şirket olması gerekmektedir. Limited şirket olan girişim şirketlerinin ise yatırım tarihinden itibaren bir yıl içerisinde tür değiştirerek anonim şirkete dönüşmesi gerekmektedir.

değerinin en az %80'inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması gerekmektedir⁷⁰⁰. Burada düzenlenen yatırım sınırlamalarının girişim sermayesi yatırımlarından çıkış gerçekleştirilmesi, girişim şirketinin iflası veya girişim şirketinin değerinin düşmesi⁷⁰¹ gibi arızı sebeplerle sağlanamaması durumunda SPK'dan süre talep edilebilir. SPK tarafından verilen sürenin sonunda bu sınırlamalara uyulmaması durumunda fonun faaliyetlerine son verilir ve tasfiye süreci başlar⁷⁰².

Girişim sermayesi fonlarının, yukarıda açıklanmış olan girişim şirketlerine yapacakları yatırımlar bakımından geçerli olan sınırlamalar dışında yatırım sınırlamaları bulunmaktadır. GSYF Tebliği m. 23'e göre fonlar, sermaye piyasası araçlarını açığa satamazlar, kredili menkul kıymet işlemi yapamazlar ve sermaye piyasası araçlarını ödünç alamazlar; türev araçlara ancak içtüzüklerinde bu yönde düzenleme varsa ve risklere karşı korunma maksadıyla ve fon değerinin %20'sini aşamayacak şekilde sahip olabilirler. Fonlar, yurtdışında yerleşik girişim şirketlerine de fon değerinin en fazla %10 kadar yatırım yapabilirler⁷⁰³.

ç. Girişim sermayesi yatırımlarında imzalanacak sözleşmeler

GSYF Tebliği, fona ait payların devralınması ve devir süreci sonrasında fon ile girişim şirketi arasındaki ilişkileri de düzenlemektedir. Öncelikle, fon ve girişim şirketinin pay sahipleri arasında girişim şirketinin paylarının fona devrine ilişkin olarak bir pay devir sözleşmesi imzalanmalıdır. GSYF Tebliği'nin 21/3 maddesine göre, *“fon tarafından girişim şirketinin sermayesini temsil eden payların tamamının iktisap edilmesi veya girişim şirketinin yönetim kontrolünün sağlanması halinde, bu madde kapsamında bir pay sahipliği sözleşmesinin imzalanması zorunlu değildir. Bu durumda, bir pay devri sözleşmesinin imzalanması yeterlidir.”* Bu hükümden, girişim şirketlerinin paylarının kısmen veya tamamen fona devredilmesi için bir pay devir sözleşmesi imzalanması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. GSYF Tebliği'nde yer alan

⁷⁰⁰ GSYF Tebliği m. 19/1(b) uyarınca fonun bir hesap dönemi içinde; KOBİ Yönetmeliğinde yer alan nitelikleri sağlayan girişim şirketlerine doğrudan yaptığı yatırımların, fon toplam değerinin %10'unu geçmesi halinde bu yatırım sınırı %51 olarak uygulanır.

⁷⁰¹ Girişim Şirketinin değerinin hesaplanmasına ilişkin esaslar GSYF Tebliği'nin 20. Maddesinde detaylı olarak düzenlenmiştir.

⁷⁰² GSYF Tebliği m. 19/2.

⁷⁰³ GSYF Tebliği m. 23/3.

pay devir sözleşmesi ile satıcının girişim şirketinde sahip olduğu hakların devri ifade edilmektedir⁷⁰⁴. Bu anlamda, bir şirket hisselerinin TBK m. 209 vd.⁷⁰⁵ kapsamında⁷⁰⁶ bir bedel karşılığında satımını konu eden sözleşme, pay devir sözleşmesidir. GSYF Tebliği, bu sözleşmenin kapsamı ve içeriği hakkında herhangi bir düzenleme yapmamıştır.

GSYF Tebliği m. 21/1'e göre ise, fonların girişim şirketlerine yapacakları ortaklık hakları sağlayan yatırımlar bakımından, girişim şirketlerinin ortakları ile fon arasında bir pay sahipliği sözleşmesi imzalanması gerekmektedir. Pay sahipliği sözleşmesi⁷⁰⁷ kanunda öngörülmemiş olan ve sözleşme serbestisine dayanan isimsiz bir sözleşme türüdür⁷⁰⁸. Şirket ortaklarının şirketi yönetirken kendi aralarındaki ilişkileri ve şirket ortaklarının birbirlerine karşı olan hak ve borçlarını düzenleme amacı taşıyan⁷⁰⁹ pay sahipleri sözleşmesine TTK'nın m. 336 gerekçesinde atıf yapılmış ve bu sözleşme türünün şirketler hukukunun dışında olduğu belirtilmiştir. Öğretide pay sahipliği sözleşmesinin; özellikle TTK m. 340'ta yer alan emredici hükümler ilkesi çerçevesinde şirketin pay sahiplerinin taleplerine göre yapılandırılması⁷¹⁰, şirketin yapısının korunması, şirket içerisinde güç dengesinin sağlanması korunması⁷¹¹, şirket içerisinde doğabilecek olan menfaat çatışmalarının yönetilmesi gibi faydalarından bahsedilmektedir. Pay sahipleri sözleşmesi, girişim şirketlerinde girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının önlenmesi ve yönetilmesi bakımından etkili bir araç olarak değerlendirildiği için tezin üçüncü bölümünde detaylı olarak incelenecektir. Bu sebeple, bu kısımda pay sahipleri sözleşmesi yüzeysel olarak değerlendirilmiştir.

⁷⁰⁴ Buz, V. (2019). "Ortaklık Paylarının Devrinde Ayıba Karşı Tekeffül Hükümlerinin Uygulanabilirliği Sorunu." *BATİDER* C. 35, S. 3, s. 66-67. Altunbaş Sancak, age, 22.

⁷⁰⁵ TBK m. 209 vd. taşınır satışını düzenlemektedir.

⁷⁰⁶ Pay devir sözleşmelerinin taşınır satışı olduğuna ilişkin olarak bkz: Eski, M. (2018). *Şirket Satın Almaları*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, s. 33; Serozan, R., Baysal, B., Sanlı, K.C. (2019). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, N. 490 vd.; Ayoğlu, *Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları* 248; Gümüş, C. I, s. 22; Eren, *Borçlar Özel*, s. 58;

⁷⁰⁷ Uygulamada ve öğretide bu sözleşme için 'hissedarlar sözleşmesi', 'pay sahipleri sözleşmesi' gibi isimler de kullanılmaktadır.

⁷⁰⁸ Okutan Nilsson, *Pay Sahipleri Sözleşmeleri*, s. 73.

⁷⁰⁹ Esin, age, 296.

⁷¹⁰ Okutan Nilsson, *Pay Sahipleri Sözleşmeleri*, s. 75.

⁷¹¹ Okutan Nilsson, *Pay Sahipleri Sözleşmeleri*, s. 77.

GSYF Tebliği, pay sahipliği sözleşmesinde bulunması zorunlu olan ve ihtiyari olan hükümleri düzenlemiştir. Buna göre, pay sahipliği sözleşmesinde; girişim şirketlerinin yönetiminin, fonun ve girişim şirketinin mevcut ortaklarının hak ve yükümlülüklerinin düzenlenmesi zorunludur⁷¹². Taraflar ayrıca pay sahipliği sözleşmesinde; fonun girişim şirketlerinden kısmi veya tam çıkış olanaklarını, ön alım haklarını, birlikte satış ve birlikte satışa katılma hükümlerini, temettü politikasını, pay satım veya alım opsiyonlarını da düzenleyebilirler⁷¹³. Bu düzenlemeler, zorunlu değil ihtiyari niteliktedir.

d. Fon giderleri ve kâr payı

Nitelikli yatırımcıdan kaynak toplayan ve bu kaynakları girişim şirketlerine yatıran fonun bu operasyonu esnasında çeşitli masraf ve giderleri oluşur. Bu masraf ve giderler arasında portföy yönetim ücretleri, fon kuruluşuna ilişkin ücretler, yatırımlar dolayısıyla alınan danışmanlık ücretleri yer alır. Fona ilişkin bütün masrafların fon mal varlığından karşılanması esastır⁷¹⁴. Bununla birlikte fonun kuruluş masrafları ve danışmanlık ücretlerinin fon portföyünden karşılanabilmesi için bunun yatırımcı sözleşmesinde düzenlenmiş olması gerekir. Ayrıca, fonun portföy yönetim ücreti dâhil olmak üzere tüm giderlerine ilişkin üst sınırın ihraç belgesinde gösterilmesi zorunludur. Bu durum şeffaflık ve adil yönetim açısından çok önemlidir.

Fon bakımından önemli olan bir diğer gider, kurucuya ve portföy yöneticisine ödenecek olan performans ücretidir. Performans ücreti, fon bilgilendirme dokümanında düzenlenmiş olması durumunda, fondan veya katılma payı sahiplerinden tahsil edilebilir. Buna ilişkin usul ve esaslar kurucu yönetim kurulu tarafından belirlenir ve katılma payı satın alan yatırımcıların bu usul ve esasları yazılı olarak kabul etmesi gerekir⁷¹⁵. Fon, ihraç belgesinde yer alan düzenlemeler çerçevesinde, katılma payı sahiplerine kâr payı dağıtabilir.

⁷¹² GSYF Tebliği m. 21/2.

⁷¹³ GSYF Tebliği m. 21/2.

⁷¹⁴ GSYF Tebliği m. 24/1.

⁷¹⁵ GSYF Tebliği m. 24/2-3.

6. GSYF'lere ilişkin vergi avantajları

Yukarıda da izah edildiği üzere, Türk sermaye piyasalarında GSYF'ler bakımından son derece teşvik edici bir vergi yapısı söz konusudur. GSYF'lerin temel faaliyetinin girişim şirketlerine ortak olmak olduğu dikkate alındığında, bu yapıların ortak olduğu şirketlerden kâr payı ve ayrıca ortak olduğu girişim şirketlerindeki payların satma neticesinde hisse devirlerinden doğan kazanç olmak üzere iki temel gelir kaynağının olduğu görülmektedir.

GSYF'ler her iki kazanç açısından kurumlar vergisinden istisna tutulmuşlardır⁷¹⁶. Bu kapsamda, GSYF'lerin kurumlar vergisi ödemeyecek olmaları dolayısıyla önemli bir vergisel avantaja sahip olduklarını söylemek mümkündür. Kurumlar vergisine ilave olarak, GSYF'lere yapılan kâr payı ödemesinde de ciddi avantajlar söz konusudur. GSYF'ler elde ettikleri kâr payını herhangi bir vergi stopajı olmaksızın tahsil etme imkânına sahiptirler⁷¹⁷. Bu çerçevede, GSYF bünyesinde doğan gelirler ve kazançlar bakımından herhangi bir vergi yükünün söz konusu olmadığı söylenebilecektir⁷¹⁸. Ayrıca, GSYF'ler taraf oldukları sözleşmeler bakımından da damga vergisine tabi değildir⁷¹⁹.

GSYF'lerin katılma payına yatırım yapan yatırımcılar bakımından önemli vergi avantajları söz konusudur. Öncelikle, gelir vergisi mükellefleri bakımından; iki yıldan daha uzun süreli olarak elde tutulan GSYF katılma paylarından elde edilen kazançlar bakımından herhangi bir vergi kesintisi yapılamamaktadır⁷²⁰. GSYF katılma payları için ödenen kâr payı ise stopaja tabi olmakla birlikte gelir sahibi gerçek kişiler bakımından yıllık gelir vergisi beyanname yükümlülüğü bulunmamaktadır⁷²¹.

⁷¹⁶ Kurumlar Vergisi Kanunu m. 5/(1)-d-3

⁷¹⁷ 2009/14594 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 15 inci Maddesinde Yer Alan Vergi Kesinti Oranları Hakkında Karar

⁷¹⁸ Bingöl, M. (2022). "Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarında Vergi Avantajları". *Vergi Dünyası Dergisi*, 1(495), 76 – 81; Aydın, E. (2015). "Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi" *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi* YIL 2015, CİLT XXXVII, SAYI II, S. 57-82. S 79.

⁷¹⁹ Damga Vergisi Kanunu m.9- II Sayılı Tablo- IV-50.

⁷²⁰ 5360 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67 nci Maddesinde Yer Alan Tevkifat Oranlarına İlişkin 22/7/2006 Tarihli ve 2006/10731 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararının Eki Kararda Değişiklik Yapılması Hakkında Karar

⁷²¹ Gelir Vergisi Kanunu Geçici 67. Madde. Bingöl, M. agm. s. 80.

Kurumlar vergisi mükellefleri bakımından da son derece teşvik edici vergi avantajları söz konusudur. Kurumlar vergisi mükellefi olan anonim ve limited şirketlerin, GSYF katılma payları karşılığında elde ettikleri kâr payı ve/veya katılma payının fona iadesi neticesinde elde ettikleri kazançlar iştirak kazancı istisnası kapsamındadır ve kurumlar vergisi matrahına dâhil değildir⁷²². Kurumlar vergisi mükellefleri bakımından GSYF katılma paylarının üçüncü kişilere satılması durumunda elde edilen kazancın ise $\frac{3}{4}$ 'ü kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur⁷²³.

Son olarak, Vergi Usul Kanunu'nun 325/A maddesi ile yapılan bir değişiklikle, girişim sermayesi yatırım fonlarına yapılacak kurumsal yatırımların teşviği amaçlanmıştır. Bu çerçevede, SPKn düzenleme ve denetimine tabi olarak Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına sermaye olarak konulması veya girişim sermayesi yatırım fonu paylarının satın alınması amacıyla, kurum kazancının veya beyan edilen gelirin %10'unu ve özsermayenin %20'sini aşmamak kaydıyla, ilgili dönem kazancından veya beyan edilen gelirden girişim sermayesi fonu ayrılabilir. Şirketler tarafından fona ayrılan bu tutar kurumlar vergisi matrahından düşülmektedir⁷²⁴.

Yukarıda yapılan açıklamalar çerçevesinde, GSYF'ler bakımından çok ciddi vergi avantajlarının tanınmış olduğu hatta GSYF'lerin vergi bakımından en avantajlı yatırım fonu olduğu söylenebilecektir⁷²⁵.

B. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar

1. GSYO'ların tarihi gelişimi

GSYO'lar, girişim sermayesi yatırımlarının temel araçlarından biridir. Girişim sermayesi yatırımlarının GSYO veya GSYF tarafından yapılması zorunlu olmamasına rağmen, uygulamada yatırımların büyük çoğunluğu bu yatırım kuruluşları aracılığıyla gerçekleştirilmektedir. Anonim şirket şeklinde kurulan ve payları ihraç edilen GSYO'lar, tarihsel ve hukuki olarak girişim sermayesi piyasasının temel oyuncularından biri olmuştur.

⁷²² Kurumlar Vergisi Kanunu m. 5/1 (a)-3.

⁷²³ Kurumlar Vergisi Kanunu m. 5/(1)-e

⁷²⁴ Kurumlar Vergisi Kanunu Madde: 10/(1)-g

⁷²⁵ Bingöl, agm. s. 81.

GSYO'lar, SPKn m. 48'de düzenlenmiş bir kolektif yatırım kuruluşudur. Kollektif yatırım kuruluşu, halktan topladığı sermayeyi (kolektif sermaye), uzmanlar tarafından, riskin dağıtılması suretiyle, işletilmesi faaliyetinde bulunmaktadır⁷²⁶. Değişken sermayeli yatırım ortaklıkları, yatırım fonları ve portföy yönetim şirketleri ile birlikte bir kolektif yatırım kuruluşu olan yatırım ortaklıkları ise, sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları gibi SPK tarafından belirlenen varlıkları içeren portföyü işletmek üzere kurulan anonim ortaklıkları ifade etmektedir.

Karşılaştırmalı hukukta yatırım ortaklıkları; “*investment trust*”, “*investment Company*” olarak da isimlendirilmektedir. Yatırım ortaklıkları, bir Anglo-Sakson hukuku ürünü olarak ön plana çıkmaktadır⁷²⁷. Yatırım ortaklıkları, Türk hukukunda ilk kez eSPK'da düzenlenmiştir. eSPK'da yer alan bu düzenlemenin akabinde, Türkiye'de kurulmuş olan ilk yatırım ortaklığı olan Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı 1991 yılında kurulmuştur. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ise, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları ile birlikte bir yatırım ortaklığı olarak düzenlenmektedir.

GSYO'lara ilişkin hukuki rejim, SPKn m. 48 vd. kapsamında yapılan düzenlemeler ve bu maddeler ile verilen yetki çerçevesinde, SPK tarafından çıkarılan tebliğler ile düzenlenmektedir. SPK tarafından GSYO'lar ile ilgili çıkarılan ilk düzenleme, 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir. 1993 yılında çıkarılan bu tebliği, 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği takip etmiştir. Bugün için girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, SPK tarafından 09.10.2013 tarihli ve 28790 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan, III-48.3 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmektedir.

GSYO'lar Türk sermaye piyasalarında uzun süre önemli bir yer edinememiştir. Risk sermayesi yatırımlarının yeterince gelişmemesi çeşitli kalkınma raporlarında ele

⁷²⁶ Ertan Nomer, F. (2013). “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”. *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 71(2), 131-143.

⁷²⁷ Vural, G. (1978). *Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi. s. 17.

alınmış ve hatta risk sermayesi kanununa ilişkin çalışmaların başlatılmasına karar verilmiştir⁷²⁸. Sermaye piyasası mevzuatına göre faaliyet göstermek üzere kurulan ilk girişim sermayesi yatırım ortaklığı olan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin kuruluş tarihi 1996'dır⁷²⁹. SPK tarafından sağlanan istatistiklere göre, 2010 yılında faaliyet gösteren 2 adet GSYO'nun piyasa değeri 187 milyon TL olmuştur⁷³⁰. 18 Şubat 2024 itibarıyla SPK mevzuatına göre faaliyet gösteren GSYO sayısı 11'dir⁷³¹, 7 GSYO BİST'e kote edilmiştir ve bu 7 GSYO'nun piyasa değeri 11 milyar TL'nin üzerindedir⁷³². Bu çerçevede, GSYO'ların tarihi ve finansal olarak önemli bir ivme kazandıkları söylenebilecektir.

2. GSYO'ların tanım ve genel özellikleri

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, GSYO Tebliği m. 4'te, "*girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliği yolu ile dönüşen, Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumu*" olarak tanımlanmaktadır. Bu tanım çerçevesinde değerlendirildiğinde, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının girişim sermayesi fonlarına göre daha sade bir hukuki zemine oturduğu görülmektedir.

GSYO Tebliği m. 4'te yer alan ortaklık tanımı, ortaklığın hukuki özellikleri bakımından önem arz etmektedir. Bu tanıma göre ortaklık, mevzuat tarafından belirlenmiş bir portföyü işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulur. Bu

⁷²⁸ Devlet Planlama Teşkilatı (1996). *Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000) -1996 Yılı Programı*. s 52.

⁷²⁹ Özsera, Y. (2008). *Para Vakıfları ve Risk Sermayesi Örnek Olay (Vakıf Risk Sermayesi A.Ş.)*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, s. 117.

⁷³⁰ Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık İstatistik Bülteni, Mayıs 2023. <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2023-yili-istatistik-bultenleri> (e. t. 10.08.2023).

⁷³¹ Egeli & Co Tarım Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Gözde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Hedef Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Hub Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Öncü Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Pardus Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Rhea Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, SNK Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi, Verusaturk Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi

⁷³² Sermaye Piyasası Kurulu, Aylık İstatistik Bülteni, Mayıs 2023. <https://spk.gov.tr/istatistikler/aylik-istatistik-bultenleri/2023-yili-istatistik-bultenleri> (e. t. 10.08.2023).

çerçevede, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarını ihraç etmesi zorunludur. Bunun dışında, ortaklıkların hangi faaliyetlerde bulunabilecekleri mevzuat tarafından belirlenmiş ve sınırlanmıştır. Buna göre, girişim sermayesi yatırım ortaklığı ancak SPKn m. 48 ve GSYO Tebliği çerçevesinde belirlenmiş olan faaliyetleri yerine getirebilir.

Bu yönüyle GSYO Tebliği'nde yer alan tanım kapsamında GSYO'lar bakımından 'ultra vires ilkesi'nin uygulandığını söylemek mümkün olacaktır. 6762 Sayılı TTK'nın 137. maddesinde yer alan ancak TTK ile kaldırılan ultra vires ilkesi uyarınca, anonim ortaklıkların sadece işletme konusu içerisinde bulunan alanlarda faaliyetlerde bulunmaları söz konusuydu. Ultra vires ilkesine göre, işletme konusu dışında yapılan işlemler ortaklık bakımından bağlayıcı nitelikte değildir ve yoklukla maluldür⁷³³. TTK'nın yürürlüğe girmesi ile birlikte ultra vires ilkesi AB Ortaklıklar Hukukuna İlişkin Birinci Konsey Direktifi⁷³⁴ doğrultusunda kaldırılmıştır⁷³⁵.

Bütün ticaret şirketleri bakımından genel nitelikteki bir madde olan TTK m. 125/2, ticaret şirketlerinin TMK m. 48 çerçevesinde bütün haklardan yararlanabileceğini ve borçları üstlenebileceğini belirtmiş ancak bu konudaki kanuni istisnaların saklı olduğunu ifade etmiştir. TTK m. 125/2'de yer alan kanuni istisnalar arasında şirketin faaliyet alanını sınırlayan özel kanun hükümleri sayılabilecektir⁷³⁶. Bu çerçevede, TTK m. 125/2 çerçevesinde kanuni dayanağının olması kaydıyla ticaret şirketleri bakımından faaliyet alanlarının sınırlandırılması mümkündür. SPKn

⁷³³ Hacımahmutoğlu, S. (2016). *Anonim Ortaklıkta Ultra Vires Doktrini ve Ortaklığı Bağlamaya Yetkili Organın (Yönetim Kurulunun) Yetkilerinin Sınırlandırılması*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü: Ankara. s 99.; Alper, G. (2013). *Türk Özel Hukukunda Ultra Vires İlkesi (Anlamı ve Kapsamı)*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 125-126.; Helvacı, M. (2001). *Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu*, 2. Bası. İstanbul: Beta Yayınları, s. 82; İmregün, O. (1989). *Anonim Ortaklıklar*, 4. Bası. İstanbul: Yasa Yayınları, s. 222 (Anonim Ortaklıklar); Ülgen, H. (2000). "Ticaret Şirketlerinin Ehliyeti", *Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'a Armağan*, İstanbul: Beta Yayınları, s. 1288.; Çamoğlu, E. (2010). *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu*, (3. Bası), İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 207.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I, s 113.; Pulaşlı, H. (2022). *Şirketler Hukuku Şerhi- Cilt I*. (Tamamen Yenilenmiş ve Genişletilmiş 4. Baskı), Ankara: Adalet Yayınevi, (Pulaşlı, Şerh, C.I) s 186-187.; Kendigelen, A., & Kırca, İ. (2021). *Şirketler Hukuku Cilt 1*. İstanbul: On İki Levha Yayınları. (Kendigelen/Kırca, C.I). s. 181.

⁷³⁴ First Council Directive 68/151/EEC of 9 March 1968.

⁷³⁵ 6762 sayılı Kanunun 137'nci maddesinde öngörülmüş bulunan ve tüm ticaret şirketleri için geçerli olan ultra vires ilkesi, AET'nin 68/151 sayılı şirketlere ilişkin Birinci Yönergesinin ilgili hükmü dikkate alınarak kaldırılmıştır. TTK m. 125 gerekçesi.

⁷³⁶ Kaya, A. (2021) *Gerekçeli, Karşılaştırmalı-Nothlu Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun*. (Güncellenmiş 2. Baskı). İstanbul: Beta Yayınları, s. 225., Kendigelen/Kırca, C.I, s. 184.

m. 48’de yatırım ortaklıklarının faaliyet esaslarının SPK tarafından belirleneceği düzenlenmektedir. SPKn tarafından çıkarılan GSYO Tebliği ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının faaliyetleri sınırlandırılmıştır. Bu kapsamda, GSYO’lar tarafından GSYO Tebliği’ne aykırı olarak, GSYO Tebliği’nde belirtilenler dışında gerçekleştirilen işlemlerin batıl olacağını kabul etmek gerektiği kanaatindeyiz.

Son olarak, GSYO m. 4’te yer alan tanıma göre girişim sermayesi yatırım ortaklıkları kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olarak kurulmak zorundadır. Bu konu ileride detaylı olarak açıklanacağı için bu kısımda sadece değinilmekle yetinilmiştir.

3. GSYO’ların kuruluşu

Girişim sermayesi yatırım ortaklarının kuruluşları bakımından iki alternatif söz konusudur. Ortaklıklar, doğrudan girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak kurulabilirler veya anonim şirketlerin esas sözleşmelerini değiştirmeleri ile birlikte girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşebilirler. Böylece GSYO Tebliği, anonim şirket olarak kurulmuş olan ancak girişim sermayesi alanında faaliyet göstermeyen şirketlerin de GSYO’ya dönüşmesini mümkün kılmıştır. SPK tarafından başvuruların kabul edilmesi için gerekli koşullar ve geçerli ilkeler her iki yöntem bakımından aynı şekilde uygulanmaktadır.

GSYO’ya dönüşmek isteyen halka açık ortaklıkların veya diğer yatırım ortaklıklarının, portföydeki varlıkları ile ilgili olarak sahip olmaları gereken oran şartını en geç GSYO’ya ilişkin dönüşümün esas sözleşmede yayımlanmasından itibaren altı ay içerisinde sağlaması gerekir. Aksi durumda, bu şirketlerin GSYO olarak faaliyet gösterme hakları ortadan kalkacaktır.

GSYO Tebliği’nde GSYO olarak kurulmak veya GSYO’ya dönüşmek için gerekli olan şartlardan birisi de kurucu veya mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olmasıdır. Bu sebeple, lider sermayedar kavramının açıklanmasında fayda bulunmaktadır. GSYO Tebliği m. 7/1’de yer alan lider sermayedar tanımı⁷³⁷,

⁷³⁷ GSYO Tebliği m. 7/1. “Halka arz sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunmaması halinde tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunması halinde ise, tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu dahil olmak üzere, sermayenin asgari %25’i oranındaki paylara sahip olan ortak ya da ortaklar...”

çerçevesinde lider sermayedar, GSYO'nun yönetimini elinde bulunduran, finansal olarak güçlü olan, yüksek deneyim ve itibar sahibi GSYO ortaklarını ifade etmektedir⁷³⁸.

Lider sermayedarın bu niteliği gereği, GSYO Tebliği'nde lider sermayedar bakımından kurucular için aranan şartlara ilave bir kısım şartlar aranmaktadır. İlgili ortaklıkta birden fazla lider sermayedar olması durumunda ise bu şartlar her bir lider sermayedar bakımından ayrı ayrı aranmaktadır. GSYO Tebliği m. 7, gerçek kişi ve tüzel kişi lider sermayedarlar açısından ayrı ayrı düzenlemeler getirmiştir. Buna göre, gerçek kişi lider sermayedarın; hukuk, bankacılık, finans, girişimcilik, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olmasına ilave olarak toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değerinin en az 60 milyon TL⁷³⁹ olması, birden fazla gerçek kişinin lider sermayedar olması halinde ise gerçek kişi lider sermayedarların menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değerinin toplamının en az 120 milyon TL⁷⁴⁰ olması gereklidir.

Tüzel kişi lider sermayedarlar bakımından ise; en az üç yıllık faaliyet geçmişi, SPK'ya başvuru tarihinden önceki son hesap dönemine ait SPK düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış konsolide ve bireysel finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması ve bu finansal tablolarında yer alan özsermayesinin 300 milyon TL⁷⁴¹ tavanına tabi olmak kaydıyla en az kurulacak veya dönüşecek ortaklığın çıkarılmış sermayesinin iki katı ve aktif toplamının 600 milyon TL⁷⁴² tavanına tabi olmak kaydıyla kurulacak veya dönüşecek ortaklığın çıkarılmış sermayesinin en az üç katı olması şartları aranmaktadır. Tüzel kişi lider sermayedar bakımından aranan şartlar, birden fazla lider sermayedar olması durumunda her biri için ayrı ayrı aranmaktadır.

⁷³⁸ Bağcı, H., & Kılıçaslan, S. (2020). "BİST'e Kayıtlı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansının Critic ve Oreste Yöntemleri İle Analizi" *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi- The Journal of International Social Sciences*, 30, 223-240.

⁷³⁹SPK tarafından 2024 yılı için yapılan yeniden değerlendirme oranına göre söz konusu olan tutarı yansıtmaktadır. Bkz: 2023/82 Sayılı SPK Bülteni.

⁷⁴⁰SPK tarafından 2024 yılı için yapılan yeniden değerlendirme oranına göre söz konusu olan tutarı yansıtmaktadır. Bkz: 2023/82 Sayılı SPK Bülteni.

⁷⁴¹SPK tarafından 2024 yılı için yapılan yeniden değerlendirme oranına göre söz konusu olan tutarı yansıtmaktadır. Bkz: 2023/82 Sayılı SPK Bülteni.

⁷⁴²SPK tarafından 2024 yılı için yapılan yeniden değerlendirme oranına göre söz konusu olan tutarı yansıtmaktadır. Bkz: 2023/82 Sayılı SPK Bülteni.

GSYO kuruluş başvuruları, SPKn ve GSYO Tebliği'nde düzenlenmiş olan formlar ve belgelerle birlikte SPK'ya yapılır. SPK'nın kuruluş başvurusunu kabul etmesi durumunda, kuruluş başvurusunun veya esas sözleşme değişikliğinin onaylanması için T.C. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'na başvurulur. GSYO Kuruluş veya dönüşümüne ilişkin verilen SPK izninin tebliğinden itibaren 30 gün içerisinde esas sözleşmenin TTSG'de tescil edilmesi zorunludur.

Kuruluş veya dönüşüm tarihinden itibaren altı ay içerisinde, GSYO'nun faaliyette bulunmak için gerekli olan alt yapıyı hazırlamış olması gerekir. Buna göre, faaliyetlerin yürütülmesi için gerekli olan binanın, malzemenin ve personelin temin edildiğinin, GSYO'ya ilişkin organizasyonun genel müdür atanmasıyla da birlikte tamamlandığının dayanak belgelerle birlikte SPK'ya sunulması gerekir. Ortaklıklar, para ve sermaye piyasası araçlarındaki portföylerinin GSYO Tebliği'nde düzenlenmiş olan eşikleri aşması durumunda, kendileri lisanslı portföy yöneticisi istihdam edebilirler veya SPK iznine tabi olmak koşuluyla portföy yönetim hizmeti ve danışmanlık hizmeti satın alabilirler.

4. GSYO'ların kayıtlı sermaye sistemine⁷⁴³ sahip olması

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, GSYO tanımı bakımından tipik unsurlardan biri ortaklığın kayıtlı sermaye sistemine sahip olması zorunluluğudur. TTK'da kayıtlı sermaye kavramı tanımlanmamış ancak kayıtlı sermaye sistemi TTK m. 332'de, *'sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren'* sistem olarak nitelendirilmiştir. SPKn m. 1/1(l)'de ise kayıtlı sermaye, anonim ortaklıkların, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak kaydıyla, yönetim kurulu kararı ile TTK'nın esas sermayenin artırılmasına dair hükümlerine tabi olmaksızın pay çıkarabilecekleri azami miktarı gösteren, ticaret sicilinde tescil ve ilan edilmiş sermayeleri olarak tanımlanmıştır. Bu çerçevede, kayıtlı sermaye sistemini, esas sözleşmede hüküm bulunması kaydıyla, TTK'nın sermaye artırımına ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın, sermayeyi kayıtlı sermaye tavanına kadar artırma

⁷⁴³ Kayıtlı sermayeye ilişkin düzenlemelerin bir sistem mi yoksa yöntem mi oluşturduğuna ilişkin bkz. Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 313.; Manavgat, Ç. (2013). "Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunundaki Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi", *BATİDER*, XXIX(1), 45-78, (Kayıtlı Sermaye).

yetkisinin yönetim kuruluna tanınmış olduğu sistem olarak tanımlamak mümkündür⁷⁴⁴.

Kayıtlı sermaye sistemine giriş, SPKn veya TTK'ya tabi olan ortaklıklar bakımından kural olarak ihtiyaridir⁷⁴⁵. TTK m. 461 ve SPK m. 18 kapsamında kuruluştan anonim şirket kurucuları, sonraki süreçte ise pay sahipleri kayıtlı sermaye sistemini seçip seçmeme konusunda özgürdürler.

Bununla birlikte, SPKn m. 49/1(a) maddesiyle bu özgürlük sınırlandırılmış ve yatırım ortaklıkları bakımından kayıtlı sermayeli anonim şirket olarak kurulma zorunluluğu getirilmiştir. Yatırım ortaklıklarının faaliyetlerine ilişkin esaslar ve hukuki düzenlemeler gereği esas sermaye sisteminin yeterli olmayacağı ve kayıtlı sermaye sisteminin yatırım ortaklıklarının ihtiyaç duyduğu esnek sermaye sistemine istinaden getirilmiş olduğunu ifade etmek mümkündür⁷⁴⁶. Kayıtlı sermaye sistemi, genel kurulun toplanmasına gerek olmaksızın, yönetim kurulunun kararıyla sermaye artırımının hızlı ve masrafsız bir şekilde yapılmasına olanak sağlamaktadır⁷⁴⁷. Gerçekten, kayıtlı sermaye GSYO'lar bakımından belirli durumlarda yatırım yapma aşamasında, yatırım yapılan ortaklığın ortaklarına pay verilmesi gibi ihtiyaçları karşılama esnekliğini sağlamaktadır⁷⁴⁸. Bu bakımdan, kayıtlı sermaye sistemi GSYO'lar bakımından zorunlu bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır.

5. GSYO'ların paylarının özellikleri

GSYO paylarının nama veya hamile yazılı olarak ihraç edilmeleri mümkündür. Bununla beraber, nama yazılı olarak ihraç edilmiş olup borsada işlem gören paylar açısından TTK m. 414'te düzenlenmiş olan genel kurul çağrısına ilişkin hükümler uygulanmaz.

⁷⁴⁴ Moroğlu, E. (2018). *Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı*. Güncelleştirilmiş 4. Baskı. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 321.(Sermaye Artırımı); Manavgat, Halka Arz, s. 448.

⁷⁴⁵ Moroğlu, Sermaye Artırımı, 328.; Bahtiyar, M. (1996). *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*, İstanbul: Beta Yayınları, s. 89.; Cenkcı, E. (2015). *Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 146.

⁷⁴⁶ Bahtiyar, M. (2001). "Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları", *Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu'na 65. Yaş Günü Armağanı*, s. 53-110, Beta Basım: İstanbul. s. 71.; Cenkcı, age, s. 162-163.

⁷⁴⁷ Manavgat, Kayıtlı Sermaye, s. 50.

⁷⁴⁸ İpekeli, F. (2013). "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye Düzenlemesi ve Bu düzenlemenin sermaye piyasası hukuku ışığında değerlendirilmesi." *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi* , 8 (Özel), 1413-1456.

Payları halka arz edilmiş olan GSYO'larda yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu aday göstermek dışında imtiyaz⁷⁴⁹ tanımlanması mümkün değildir. Bu imtiyazın da ancak halka açılma öncesinde tanımlanması mümkündür. GSYO Tebliği'nde yer alan bu düzenleme dayanağını SPKn m. 48/2 ve 3'ten almaktadır. SPKn m. 48/2'de yatırım ortaklıklarının imtiyazlı pay ihracına SPK'nın karar vereceği düzenlenmektedir. SPK m. 48/3'te ise yatırım ortaklıklarının imtiyazlı pay ihracına ilişkin usul ve esasların SPK tarafından belirleneceği düzenlenmiştir⁷⁵⁰.

Hem SPKn m. 43/3 hem de GSYO Tebliği m. 15/1 kapsamında, GSYO'larda tanımlanacak olan aday gösterme imtiyazında TTK m. 360'ta düzenlenen belirli grupların yönetimde temsil edilmesi hükmü uygulanamaz. Bu çerçevede, TTK m. 360'ta düzenlenmiş olan ilgili imtiyaz sahipleri tarafından yönetim kurulu üyeliğine gösterilen adayın haklı bir sebep bulunmadığı takdirde üye seçilmesi zorunluluğu GSYO'lar bakımından uygulanamayacaktır.

6. GSYO paylarının ihracı, satışı ve devri

GSYO'ların payları halka arz yoluyla veya nitelikli yatırımcıya satış yoluyla satılabilirler. Bu iki yöntem dışında GSYO paylarının satışı mümkün değildir.

a. GSYO paylarının halka arz yoluyla satışı

GSYO'ların paylarını halka arz yoluyla satabilmeleri için kuruluştan veya dönüşümden itibaren; (i) 18 ay içerisinde en az bir girişim sermayesi yatırımı yapmaları, (ii) üç yıl içerisinde girişim sermayesi yatırım portföylerini GSYO Tebliği'ne uygun olarak oluşturmaları ve (iii) çıkarılmış sermayenin en az %25'ini⁷⁵¹, temsil eden payların halka arzına ilişkin izahnamenin onaylanması için SPK'ya başvurmaları gerekmektedir. GSYO'lar bakımından halka arz aşamasında gerekli olan asgari %25'lik halka açıklık oranının, halka arzdan sonra da korunması

⁷⁴⁹ İmtiyazlı paylara ilişkin detaylı bilgi için Bkz. Kendigelen, A. (1999). *Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz*. İstanbul: Beta Yayınları; Tekinalp, Ü. (1996). *İmtiyazlı Paylara İlişkin Bazı Sorunlar. Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu VIII*, Ankara, s 1-23.; Pulaşlı, H. (2008). Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Oy Hakkındaki İmtiyazın Sınırı ve Etkisiz Olduğu Haller. *BATİDER*, s. 19-32.

⁷⁵⁰ SPK n m48/3, 27 Şubat 2014 tarihli ve 28926 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmış olan 625 Sayılı Kanun ile SPKn'nın yürürlüğünden daha sonra getirilmiş olup, 48/2'de yer alan düzenlemenin tekrar niteliğindedir.

⁷⁵¹ Halka arzın sermaye artırımı yoluyla yapılması durumunda ise artırım sonrasında sermayenin en az %25'lik kısmının halka arz edilmesi gerekir.

gerekmektedir. GSYO'ların halka arzı için yukarıda açıklanmış olan 18 ay ve üç yıllık süreler içerisinde gerekli koşulların sağlanmaması durumunda, ilgili şirketin GSYO olarak faaliyette bulunma hakkı ortadan kalkacaktır. Bu durumda, şirketin sürenin bitiminden itibaren veya SPK'nın olumsuz kararının kendisine tebliğinden itibaren üç ay içerisinde esas sözleşmesini girişim sermayesi yatırım ortaklığını kapsamayacak şekilde değiştirmek için SPK'ya başvurmalıdır. Aksi durumda şirket, TTK m. 529/1-b ve c⁷⁵² kapsamında sona ermiş sayılır.

b. GSYO paylarının nitelikli yatırımcıya satışı

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, GSYO paylarının, esas sözleşmede düzenlenmiş olması kaydıyla, sadece nitelikli yatırımcılara satışı mümkündür. Nitelikli yatırımcıya satış için gerekli şartlar, halka arz için gerekli şartlarla aynıdır.

GSYO paylarının nitelikli yatırımcıya satışına ilişkin olarak GSYO Tebliği'nde hüküm bulunmayan hallerde (II-5.2) Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği⁷⁵³ uygulama alanı bulacaktır. Nitelikli yatırımcıya satışta, ilgili süreler içerisinde gerekli şartların sağlanmaması durumunda, GSYO olarak faaliyette bulunma hakkı ortadan kalkar ve şirketlerin esas sözleşmelerini değiştirmeleri gerekir.

GSYO paylarının halka arz yoluyla satışı ile nitelikli yatırımcıya satışı arasında önemli farklar bulunmaktadır. Bu farkların önemli olanlarının aşağıdaki şekilde sıralanması mümkündür.

- Öncelikle, nitelikli yatırımcıya yapılacak birincil satışın mutlaka sermaye artırımını yoluyla yapılması gerekmektedir, birincil satışın ortakların mevcut paylarını satması suretiyle yapılması mümkün değildir. Nitelikli yatırımcıya yapılacak birincil satışlar bakımından söz konusu olan bu sınırlama ikincil satışlarda uygulanmayacaktır.
- Halka arz yoluyla satış bakımından kuruluştan veya dönüşümden itibaren üç yıl içerisinde sağlanması gereken girişim sermayesi yatırım portföyünün tamamen oluşturulmuş olması şartı nitelikli

⁷⁵² Madde 529- (1) Anonim şirket; [...] b) İşletme konusunun gerçekleşmesiyle veya gerçekleşmesinin imkânsız hâle gelmesiyle, c) Esas sözleşmede öngörülmüş herhangi bir sona erme sebebinin gerçekleşmesiyle, [...] sona erer.

⁷⁵³ 28.6.2013 tarihli ve 28691 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

yatırımcıya satışta aranmaz. Bununla birlikte, kuruluş veya dönüşümü müteakip yapılacak ilk sermaye artırımını veya nitelikli yatırımcıya satışı takip eden birinci yılın sonundan itibaren girişim sermayesi yatırımlarına, ortaklık aktif toplamının en az %51'i oranında yatırım yapılması zorunludur.

- Nitelikli yatırımcıya satış yapan GSYO'larda lider sermayedar olması zorunluluğu bulunmamaktadır.
- Nitelikli yatırımcıya satış yapan GSYO'ların ortaklık paylarının kaydi olarak MKK nezdinde izlenmesi ve payların tamamının nama yazılı olması şarttır.
- GSYO'ların nitelikli yatırımcıya satılan payları, sonraki dönemde de sadece nitelikli yatırımcılara devredilebilir. Bu bakımdan GSYO'ların devralan yatırımcıların nitelikli yatırımcı sıfatını kontrol etmesi yükümlülüğü bulunmaktadır.
- Nitelikli yatırımcıya satış yapan GSYO'ların kuruluşta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile özsermayesinin her birinin 60.000.000 TL⁷⁵⁴'den az olmaması gerekir.
- Nitelikli yatırımcıya satışta, ara finansal tabloların bağımsız denetimden geçirilmesine, SPK'ya gönderilmesine ve ilanına gerek bulunmamaktadır.
- GSYO Tebliği'nin 9/3 maddesinde düzenlenen para ve sermaye piyasası araçlarındaki portföylerin eşikleri aşması durumunda, lisanslı portföy yöneticisi istihdam etme veya portföy yönetim hizmeti ve danışmanlık hizmeti satın alma zorunluluğu sadece nitelikli yatırımcıya satış yapan GSYO'lar bakımından uygulanmaz.
- GSYO Tebliği m. 22/1(b)'de düzenlenmiş olan girişim sermayesi yatırımlarına aktif toplamının en az %51'i oranında yatırım yapma ve GSYO Tebliği'nin 22/1(ç)'de düzenlenmiş olan Türkiye'deki girişim sermayesi şirketlerine hizmet vermek üzere kurulmuş danışmanlık

⁷⁵⁴ SPK tarafından 2024 yılı için yapılan yeniden değerlendirme oranına göre söz konusu olan tutarı yansıtmaktadır. Bkz: 2023/82 Sayılı SPK Bülteni.

şirketleri ile yurtiçinde kurulmuş olan veya yurtdışında kurulmuş olmasına rağmen sadece yurtiçindeki girişim şirketlerini faaliyet kapsamına alan portföy yönetim şirketlerine en fazla %10 oranında yatırım yapma dışındaki portföy sınırlamalarına tabi değildirler.

- GSYO Tebliği m. 25/2’de düzenlenmiş olan %20’lik performans ücreti sınırı, nitelikli yatırımcıya satışlarda uygulanmaz.
- GSYO Tebliği m. 26’da düzenlenmiş olan dışarıdan alınacak hizmetler bakımından uygulanan toplam gider oranı, nitelikli yatırımcıya satışlarda uygulanmaz.
- Payları halka arz yoluyla satılan GSYO’lar bakımından söz konusu olan imtiyaz sınırlamaları, kısmen de olsa payları nitelikli yatırımcıya satılan GSYO’lar bakımından da uygulanır. Buna göre, payları nitelikli yatırımcıya satılan GSYO’ların yönetim kurulu üyelerini aday gösterme imtiyazı ve kâr payında imtiyaz tanıyan paylar dışında imtiyaz veren pay ihraç etmeleri mümkün değildir. Bununla birlikte, imtiyazın esas sözleşmede düzenlenmiş olması ve SPKn m. 24 kapsamında ayrılma hakkı tanınmış olması koşuluyla, nitelikli yatırımcıya satış sonrasında imtiyazlı pay ihraç edilmesi mümkündür.

c. GSYO paylarının devri

GSYO paylarının devri bakımından GSYO Tebliği’nde önemli sınırlamalar getirilmiştir. Buna göre, halka arz veya nitelikli yatırımcıya satıştan önce GSYO paylarının %10 ve daha fazlasının devri ve herhangi bir orana bakılmaksızın imtiyazlı payların devri SPK onayına tabidir. GSYO pay devirlerinde, GSYO Tebliği’nde kurucular ve ortaklar bakımından aranan şartlar, devralacak olan ortaklar bakımından da uygulanır. %10 ve üzeri yapılacak olan pay devirlerinde devralacak ortağın GSYO Tebliği’nde kurucular ve ortaklar için aradığı şartları taşıdığına ilişkin belgeler SPK izni ile birlikte sunulur, %10 altındaki devirlerde bu belgeler devirden sonraki on gün içerisinde SPK’ya gönderilir.

GSYO paylarının halka arzından veya nitelikli yatırımcıya satışından sonraki dönemde ise yönetim kontrolü sağlayan paylar ve imtiyazlı paylar bakımından devir sınırlamaları devam etmektedir. Buna göre, yönetim kontrolünü sağlayan payların

devrinde yine GSYO Tebliği m. 6'da kurucular ve ortaklar bakımından düzenlenmiş olan şartların sağlanması gerekir. Yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların devri ise sadece SPK onayı ile mümkün olabilir. Bu dönemde, söz konusu ortakların ilgili şartları sağlayamaması halinde sahip oldukları GSYO paylarını 3 ay içerisinde elden çıkarmaları gerekmektedir. Ayrıca, yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı payların devrinin pay alım teklifini tetiklemesi durumunda, bu ortakların payların devralınması için gerekli olan mali güce sahip olması gerekmektedir.

Lider sermayedarın yönetim kontrolünü sağlayan payları veya GSYO'da imtiyazlı pay bulunuyorsa yönetim kontrolünü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu da dâhil olmak üzere sermayenin en az %25'i oranındaki payları, halka arzda satış süresinin bitimini takip eden iki yıl boyunca devredilemez. İki yıllık sürenin akabinde ise devralacak kişiler bakımından lider sermayedara ilişkin şartlar aranmayacaktır.

7. GSYO'ların faaliyetleri

GSYO'lar temel faaliyet olarak girişim sermayesi yatırımı ve bu faaliyetlerle bağlantılı olan; portföyündeki girişim şirketlerinin yönetimine katılma, danışmanlık verme, Türkiye'de kurulu girişim şirketlerine danışmanlık vermek üzere kurulmuş yerli veya yabancı şirketlere ortak olma, portföy yönetim şirketlerine ortak olma, gelişen işletmeler piyasalarında piyasa danışmanlığı yapma gibi faaliyetlerde bulunabilir. Girişim sermayesi yatırımları dışında ise, portföy çeşitlendirilmesi maksadıyla sermaye piyasası ve para piyasası araçlarına yatırım yapılabilir.

GSYO Tebliği, hangi tür işlemlerin girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edileceğini ayrıca düzenlemiştir. Buna göre GSYO'lar girişim sermayesi yatırımı olarak aşağıdaki faaliyetlerde bulunabilirler.

- Girişim şirketinin kurucusu olmak
- Girişim şirketlerine doğrudan veya GSYO Tebliği kapsamında dolaylı olarak sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak olmak
- Girişim şirketleri tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarına yatırım yapmak
- Girişim şirketlerine yatırım yapmak maksadıyla kurulmuş olan yatırım kuruluşlarına ortak olmak

- Diğer GSYO'ların ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına yatırım yapmak
- BİAŞ Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören şirketlerin paylarına yatırım yapmak
- Halka açık girişim şirketlerinin borsa dışı paylarına yatırım yapmak
- Girişim şirketlerine finansman sağlamak.

Girişim şirketinin nitelikleri ve özellikleri, bu çalışmanın Birinci Bölümünde detaylı olarak incelenmiş olduğu için bu başlık altında ayrıca incelenmeyecektir. Bununla birlikte, GSYO Tebliği ile düzenlenen girişim şirketinin tekrar açıklanmasında fayda vardır. GSYO Tebliği m. 21/1'e göre girişim şirketi; '*sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem, teknik meydana getiren veya geliştiren veya bunu gerçekleştirecek potansiyeli olan*' şirkettir. Bu tanımın çok geniş ve belirsiz olduğunu belirtmek gerekir. Bu tanımın geniş olması, GSYO Tebliği kapsamında yapılacak yatırımlara ilişkin sınırlamaları işlevsiz kılabilir. Bu bakımdan GSYO Tebliği'nde daha net bir girişim sermayesi tanımı yapılmasının isabetli olacağı kanaatindeyiz⁷⁵⁵.

Bunun dışında, GSYO'lar ancak anonim şirket veya limited şirketlere yatırım yapabilirler. Yatırım yapılan limited şirketlerin, yatırımdan itibaren bir yıl içerisinde anonim şirkete dönüşmesi gerekir.

GSYO'ların yapacakları yatırımlar bakımından dikkate alınması gereken sınırlamalar da söz konusudur. Buna göre, GSYO'lar aktif toplamalarının %51'ini girişim sermayesi yatırımları için kullanmak zorundadırlar. Ayrıca, GSYO'lar bakımından girişim sermayesi şirketleri dışındaki danışmanlık, portföy yönetim şirketi gibi şirketlere yapacakları yatırımlarda da sınırlamalar söz konusudur⁷⁵⁶.

GSYO'ların bu kapsamdaki portföy sınırlamalarına uymamasının ciddi yaptırımları bulunmaktadır. Bununla birlikte, %51 oranındaki portföy sınırlamalarına

⁷⁵⁵ Girişim şirketi tanımına ilişkin açıklamalarımız hakkında Bkz: Birinci Bölüm.II.A s.11-14.; Ayrıca Türk hukuk düzenlemelerinde yer alan girişim şirketi tanımına ilişkin eleştirilerimiz hakkında Bkz: İkinci Bölüm. I.A, s. 103.

⁷⁵⁶ GSYO'ların tâbi olduğu söz konusu portföy sınırlamaları GSYO Tebliği m. 21/1'de detaylı olarak düzenlenmektedir.

uyumun GSYO'nun sermaye artırımı yapması, ortak olduğu girişim sermayesi şirketinden kâr payı tahsil etmesi veya çıkış gerçekleştirmesi, girişim şirketinin iflas etmesi gibi nedenlerle bozulması durumunda bu konuda talepte bulunulması ve SPK tarafından kabul edilmesi halinde ek süre verilebilecektir⁷⁵⁷. Ayrıca, diğer portföy sınırlamalarına aykırılık durumunda da talep üzerine SPK tarafından süre verilebilecektir. SPK tarafından verilen bu süreler neticesinde portföy sınırlamalarına uyumun gerçekleştirilmemesi durumunda ise, sürenin bitiminden itibaren en geç üç ay içerisinde ortaklığın esas sözleşmesini GSYO faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirmek üzere SPK'ya başvurması gerekmektedir. Bu değişikliklerin yapılmaması durumunda ise GSYO, TTK m. 529/1(b) ve (c)⁷⁵⁸ hükümleri gereğince sona ermiş sayılacaktır.

GSYO'ların faaliyetleri çerçevesinde, yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin mevcut ortakları ile öncelikle bir pay devir sözleşmesi imzalamaları gerekir. Pay devir sözleşmesi ile eş zamanlı olarak; girişim şirketinin yönetimini, girişim şirketinin mevcut ortaklarının ve GSYO'nun hak ve yükümlülüklerini düzenleyen bir hissedarlar sözleşmesi imzalanması zorunludur. Taraflar, tercihlerine bağlı olarak, hissedarlar sözleşmesinde GSYO'nun girişim şirketinden tam ve kısmi çıkış olanaklarına, ön alım, birlikte satış, satışa katılma, temettü politikası, pay alım ve satın opsiyonlarına da yer verebilirler. GSYO'ların bu kapsamda imzalayacağı sözleşmeler ile GSYF'lerin imzalayacağı sözleşmeler aynı nitelikte olduğu için bu kapsamda işbu tezin İkinci Bölüm, IV.A.5.ç "Girişim Sermayesi Yatırımlarında İmzalanacak Sözleşmeler" kısmına atıf yapmakla yetiniyoruz.

8. GSYO Tebliği'nin finansal yardım yasağı kapsamında değerlendirilmesi

GSYO'lar; girişim şirketleri lehine rehin ve teminat verilmesi veya ipotek tesis edilmesi, kendi portföyünde bulunan ya da bulunacak girişim şirketlerine yapılacak yatırım finansmanında, bu girişim şirketlerinde sahip olduğu ya da olacağı payların rehin ve teminat olarak verilmesi istisna olmak üzere üçüncü kişiler lehine teminat veremez, kefil olamaz ve portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve ipotek tesis

⁷⁵⁷ GSYO Tebliği m. 24/1-2-3.

⁷⁵⁸ Madde 529- (1) Anonim şirket; [...] b) İşletme konusunun gerçekleşmesiyle veya gerçekleşmesinin imkânsız hâle gelmesiyle, c) Esas sözleşmede öngörülmüş herhangi bir sona erme sebebinin gerçekleşmesiyle, [...] sona erer.

edemez⁷⁵⁹. GSYO’lar bakımından getirilen bu düzenleme ile yatırımcıların menfaatleri korunmaya çalışılmaktadır. Bu bakımdan söz konusu düzenlemeyi, olağan bir düzenleme olarak değerlendirmek mümkündür.

Bununla beraber, GSYO Tebliği’nin 20/2 (b) maddesinde yer alan düzenlemenin TTK m. 380 anlamında kanuna karşı hile kapsamına girip girmediğinin incelenmesi gerekmektedir. GSYO Tebliği m 20/2(b) kapsamında, GSYO’ların “*portföyünde bulunan ya da bulunacak girişim şirketine yapılacak yatırımın finansmanında, bu girişim şirketlerinde sahip olduğu ya da olacağı payların rehin ve teminat olarak verilmesine ilişkin sözleşme yapılması*” yasaklanmamıştır. Bu durumda GSYO, portföyünde bulunan veya henüz bulunmamakla birlikte bulunması planlanan girişim şirketine yapacağı yatırım için kullanacağı finansman karşılığında söz konusu girişim şirketinin paylarını rehin ve teminat olarak verebilecektir.

TTK m. 380’e göre, “*paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler batıldır.*” TTK 380’in gerekçesine göre, bu düzenleme ile şirketin kendi paylarını iktisabına ilişkin TTK m. 379’un⁷⁶⁰ dolanılması ve etkisiz hale getirilmesi engellenmeye çalışılmaktadır. Kısaca açıklamak gerekirse, TTK m. 379 kapsamındaki finansal yardım yasağı, bir anonim şirket paylarının devralınması için devre konu anonim şirket tarafından verilen konusu avans, ödünç ve teminat olan hukuki işlemleri yasaklamaktadır⁷⁶¹. Başka bir ifade ile, TTK m.380/1’de düzenlenen finansal yardım yasağı ile bir anonim şirketin kendi paylarının satın alacak kişilere finansal yardım sağlamasının engellenmesi amaçlanmaktadır⁷⁶².

Bu çerçevede, GSYO’nun bir girişim şirketinin paylarını iktisap edebilmek maksadıyla, bu girişim şirket paylarını teminat olarak kullanmasının TTK m.

⁷⁵⁹ GSYO Tebliği m. 20/2.

⁷⁶⁰ TTK Madde 379- (1) Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez. Bu hüküm, bir üçüncü kişinin kendi adına, ancak şirket hesabına iktisap ya da rehin olarak kabul ettiği paylar için de geçerlidir.

⁷⁶¹ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I, s 635; Gürel, M. (2014). *Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara. s. 111 vd.

⁷⁶² Arıcı, M.F., Veziroğlu, C. (2018). *Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı*. İstanbul: On İki Levha Yayınları, s. 24.

380/1’de düzenlenen yasak kapsamında olmadığını söylemek mümkündür⁷⁶³. Bununla beraber, pay devri bakımından teminat olarak verilen şirket paylarının hedef şirketin iştirak ettiği şirketlerin payı olması durumu ise TTK m. 380/1 yasağı kapsamında olacaktır. Söz konusu paylar girişim şirketinin mal varlığı unsuru olacağı için bu payların girişim şirketinin paylarının iktisabında teminat olarak kullanılması mümkün olmayacaktır⁷⁶⁴.

9. GSYO’lara ilişkin vergi avantajları

Yukarıda, GSYF’ler için yapılmış olan açıklamaların neredeyse tamamı GSYO’lar için de geçerlidir. Tekrara düşmemek ve çalışmanın sistematliğini bozmamak amacıyla GSYF’lerin vergi avantajlarına ilişkin olarak yapmış olduğumuz açıklamalara atıf yapmakla yetiniyoruz.

Bununla birlikte, GSYF katılma payları ile GSYO paylarının nitelikleri dolayısıyla GVK m. 67’nin uygulanması bakımından önemli bir fark bulunmaktadır. GSYF katılma payı sahiplerine ödenen kâr payları, hisse senetlerinden elde edilen kâr payı niteliğinde kabul edilmediği için bu ödemeler GVK’nın geçici 67. maddesi kapsamına girecektir. Bu maddeye göre, GSYF katılma payları için ödenen kâr payı ise stopaja tabidir⁷⁶⁵. Anonim şirket niteliğinde olan GSYO’lar tarafından dağıtılan kâr payı hisse senedi kâr payı niteliğinde olduğu için ve hisse senedi kâr paylarında GVK geçici 67. madde uygulanmadığı için GSYO kâr paylarında stopaj hesaplanmayacaktır⁷⁶⁶.

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, KVK’nın 15/3 maddesi uyarınca, GSYO ve GSYF’lerin kurumlar vergisinden istisna edilen kazançları üzerinden stopaj uygulanması gerekmektedir. Ancak, 2009/14594 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanununun 15 inci Maddesinde Yer Alan Vergi Kesinti Oranları Hakkında Karar⁷⁶⁷

⁷⁶³ Gürel, Finansal Destek Yasağı, 146. Yanlı, V. (2012). “Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Verme Yasağı”. *BATİDER*, C. XXVIII(4), 29-44.

⁷⁶⁴ Gürel, Finansal Destek Yasağı, s. 147.

⁷⁶⁵ 5360 193 Sayılı Gelir Vergisi Kanununun Geçici 67 nci Maddesinde Yer Alan Tevkifat Oranlarına İlişkin 22/7/2006 Tarihli ve 2006/10731 Sayılı Bakanlar Kurulu Kararının Eki Kararda Değişiklik Yapılması Hakkında Karar

⁷⁶⁶ Sağlam, E. (2021). “Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Vergilendirilmesi” <https://t24.com.tr/yazarlar/erdogan-saglam/girisim-sermayesi-yatirim-fon-ve-ortakliklarinin-vergilendirilmesi,30404> (e. t. 11.07.2023).

⁷⁶⁷ 3 Şubat 2019 Tarihli ve 27130 Sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır.

kapsamında bu kesinti oranı hem GSYO hem de GSYF bakımından %0 olarak uygulanmaktadır. Bu çerçevede, GSYO'ların gerçekleştirdiği kâr dağıtımı bakımından herhangi bir vergi kesintisi yapılmamaktadır.

Sonuç olarak, GSYO'lar da küçük farklar dışında GSYF'ler ile çok benzer olan ve son derece avantajlı olarak nitelendirilebilecek bir vergi yapısına sahiptir. GSYO'lar bakımından getirilen bu vergi avantajlarını kamunun girişimcilik bakımından sağladığı destekler arasında saymak mümkündür.

C. BİST Girişim Sermayesi Pazarı

GSYO paylarının ihracı ve satışı ile yakından ilgili olarak incelenmesi gereken bir diğer konu girişim sermayesi pazarıdır. SPK tarafından 18.05.2023 tarihinde yayımlanan⁷⁶⁸ (II-16.3) “Payları Girişim Sermayesi Pazarında İşlem Görecek Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği” ile halka açık olmayan ortaklıkların sermaye artırımını yoluyla ihraç edilen paylarının, halka arz edilmeksizin, nitelikli yatırımcılara satışı düzenlenmektedir.

1. BİST girişim sermayesi pazarının tanımı ve genel özellikleri

Girişim sermayesi pazarı, GSP Tebliği'nde borsa mevzuatında tanımlanan pazar olarak tanımlanmaktadır. Borsa İstanbul AŞ Borsacılık Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği⁷⁶⁹ ne göre ise BİST yönetim kurulunun alacağı kararla “*yatırım araçlarının, ihraççıların, alıcıların ve satıcıların nitelikleri, kota alma, işlem görme ya da alım satım şartları, likidite durumları ve benzeri ölçütler*” dikkate alınarak pazarların tespit edilmesi mümkündür⁷⁷⁰.

BİST tarafından 29 Eylül 2023 tarihinde yapılan “*büyümek için ihtiyaç duydukları finansmanı öz kaynakla sağlamak isteyen şirketlerin, sadece nitelikli ve kurumsal yatırımcılara sermaye artırımını yoluyla pay ihraç ederek kaynak temin etmelerini sağlamak ve söz konusu payların Borsamız Pay Piyasası'nda işlem görebilmesi amacıyla Girişim Sermayesi Pazarı (GSP) oluşturulmuştur*” şeklindeki

⁷⁶⁸ SPK 20.09.2022'de Payları Girişim Sermayesi Pazarında İşlem Görecek Ortaklıklara İlişkin Esaslar Tebliği taslağını kamuoyunun bilgi ve görüşüne açmıştır.

⁷⁶⁹ 19.10.2014 Tarihli ve 29150 Sayılı Resmî Gazete'de yayımlanmıştır.

⁷⁷⁰ 31.08.2023 tarihi itibarıyla henüz girişim sermayesi pazarı faaliyete geçmemiştir.

duyuru ile GSP'nin kurulduğu açıklanmıştır⁷⁷¹. 18 Şubat 2024 tarihi itibarıyla BİST GSP'de işlem gören 17 adet şirket veya fon bulunmaktadır⁷⁷².

GSP'nin tanımı ve genel özellikleri bahsinde, GSP Tebliği'nde düzenlenen ortaklığın niteliklerini dikkate almak gerekmektedir. GSP Tebliği'ne konu olan, payları GSP pazarında işlem görecektir olan ortaklık, halka kapalı anonim ortaklıkları ifade etmektedir. Gerçekten de GSP Tebliği, halka kapalı olan ortaklıklara girişim sermayesi pazarında işlem görme imkânı tanımaktadır. Halka kapalı ortaklıklar, GSP Tebliği ile Borsa İstanbul'da oluşturulacak olan girişim sermayesi pazarında, halka arz edilmeksizin kote olacaklardır.

2. BİST girişim sermayesi pazarında işlem görmeye ilişkin koşullar ve pazarın işleyişi

GSYO'ların sermaye artırımı suretiyle ihraç edeceği paylarını halka arz etmeksizin nitelikli yatırımcıya satabilmesi ve girişim sermayesi pazarında işlem görebilmesi için SPK tarafından onaylanacak bir izahname hazırlaması gerekmektedir. GSP Tebliği bakımından, sadece sermaye artırımı ile ihraç edilen payların nitelikli yatırımcıya satılabileceğini⁷⁷³, mevcut payların satışının mümkün olmadığını belirtmek gerekir. Sadece nitelikli yatırımcıya satış yapılabilmesinin girişim sermayesi pazarının etkinliğini azaltabileceği ifade edilebilecektir.

İzahnamenin SPK onayına sunulmasından önce ortaklık esas sözleşmesinin SPK düzenlemeleri çerçevesinde tadil edilmesi gereklidir. Buna ilave olarak, esas sermaye sistemine sahip ortaklıklar bakımından genel kurulunun, kayıtlı sermaye sistemine sahip ortaklıklar bakımından ise yönetim kurulunun sermayenin artırılmasına ve yeni pay alma haklarının kısmen veya tamamen kısıtlanmasına ilişkin olarak TTK m. 461/2⁷⁷⁴ düzenlemesine uygun olarak karar alması gerekmektedir.

⁷⁷¹ <https://www.borsaistanbul.com/tr/duyuru/6004/girisim-sermayesi-pazarinin-olusturulmasi> (e.t. 16 Şubat 2024)

⁷⁷² <https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar> (e.t. 18 Şubat 2024)

⁷⁷³ GSP Tebliği m. 4/14.

⁷⁷⁴ 3. Rüçhan hakkı Madde 461- [...] (2) Genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile pay sahibinin rüçhan hakkı, ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir. Özellikle, halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur.

GSP Tebliği, ortaklıkların girişim sermayesi pazarına kote olabilmesi için belirli eşikler belirlemiştir. Buna göre; girişim sermayesi pazarına kote olmak isteyen ortaklıkların, payların satışa sunulacağı yıldan önceki yıla ait finansal tabloları kapsamında, kümülatif olarak; aktif toplamının en az 20 milyon TL ve net satış hasılatının en az 10 milyon TL olması gerekir⁷⁷⁵. Ayrıca, ortaklığın esas sermaye sisteminden kayıtlı sermaye sistemine geçişi için, tescil edilmiş sermayesinin en az 10 milyon TL olması ve bu sermayenin tamamının ödenmiş olması gerekir.

GSP Tebliği kapsamında, payları nitelikli yatırımcıya satılan ortaklık payları, borsada işlem görmeye başlamasından itibaren iki yıl süreyle halka arz edilemeyecektir. Ortaklıklar ayrıca, paylarının girişim sermayesi pazarında işlem görmeye başlamasından itibaren beş yıl içerisinde, paylarının yalnızca sermaye artırımını yoluyla halka arz edilmesi için SPK'ya başvurmak zorundadır. Bu başvuru bakımından da sadece sermaye artışı yoluyla pay satışının mümkün olduğunun, ortak satışının mümkün olmadığına altını çizmek gerekir. Bu başvurunun yapılmaması veya reddedilmesi durumunda bu ortaklıkların payları girişim sermayesi pazarından çıkarılır. Girişim sermayesi pazarından çıkarılmış olan ortaklığın ise iki yıl süreyle halka arz için başvurusu mümkün değildir.

GSP Tebliği ile, likidite ihtiyacı olan ancak halka arz için gerekli şartları sağlayamayan ortaklıkların, girişim sermayesi pazarında yatırımcı bularak halka arz için hazırlanmasının amaçlandığını ifade edebiliriz. Başka bir ifadeyle, GSP Tebliği'nin amacının finansman arayan ancak halka arz için yeterli olmayan ortaklıkların finansman bulması ve bu süreçte halka arz için hazırlanması olduğu söylenebilecektir. Girişim sermayesi pazarına kote olan ortaklıklara sadece nitelikli yatırımcıların yatırım yapabilecekleri dikkate alındığında bu pazardaki likiditenin düşük olması beklenmektedir.

Rüçhan hakkının sınırlandırılması ve kaldırılmasıyla, hiç kimse haklı görülmeyecek şekilde, yararlandırılmaz veya kayba uğratılamaz. Nisaba ilişkin şart dışında bu hüküm kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu kararına da uygulanır. Yönetim kurulu, rüçhan hakkının sınırlandırılmasının veya kaldırılmasının gerekçelerini; yeni payların primli ve primsiz çıkarılmasının sebeplerini; primin nasıl hesaplandığını bir rapor ile açıklar. Bu rapor da tescil ve ilan edilir.

⁷⁷⁵ 2023 yılında yayınlanan GSP Tebliği ile belirlenmiş olan bu rakamlar 2024 yılı için de geçerliliğini korumaktadır.

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, payları GSP’de işlem gören ortaklıklar SPKn kapsamında halka açık ortaklık sayılmaktadır. Bununla birlikte, GSP’de işlem görecekt ortaklıkların en önemli özelliklerinden birisi hem finansal hacim hem de kurumsallık bakımından paylarını halka arz yoluyla satmaya hazır olmamalarıdır. GSP Tebliği bu çerçevede, yatırımcının korunması ile girişimcinin finanse edilmesinin kolaylaştırılması bakımından bir denge amaçlamış ve payları GSP’de işlem görecekt şirketler bakımından çeşitli muafiyetler getirmiştir. Buna göre payları GSP pazarında işlem göre şirketler, üç ve dokuz aylık ara dönem finansal rapor düzenleme yükümlülüğünden muaf tutulmuştur. Ayrıca, II-17.1 sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği, II-26.1 sayılı Pay Alım Teklifi Tebliği ve II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği’nin bu şirketler bakımından uygulanmayacağı düzenlenmiştir.

3. Yurtiçi ve yurtdışında bulunan benzer pazarlar ve düzenlemeler

a. Genel olarak

Bütün dünyada girişimciliğin halka arz veya sermaye piyasaları yoluyla finanse edilmesi yükselen bir trend olarak ortaya çıkmaktadır. Halka arzın faiz yükünün söz konusu olmaması, geri ödeme gerektirmemesi, şirketlerin kurumsallaşması bakımından fayda sağlaması, şirket payları bakımından likidite sağlanması, ortaklığın sürekli değerlemesinin yapılması gibi faydaları⁷⁷⁶ karşısında bu yöntemin girişimciliğin finansmanı bakımından öneminin sürekli artıracakını söylemek mümkündür.

Bununla birlikte, halka arz, tâbi olduğu karmaşık ve detaylı düzenlemeler ve masraflı uyum süreçlerini de bünyesinde barındırmaktadır⁷⁷⁷, bu durum da halka arzın girişimciliğin finansmanı bakımından tercih edilmemesine sebebiyet vermektedir. Düzenlemelere uyumun mali yükü neredeyse bütün şirketler bakımından sabittir ve bu durum özellikle küçük ölçekli şirketler ve girişimciler bakımından katlanılması son derece güç bir yük haline dönüşmektedir⁷⁷⁸. Özellikle

⁷⁷⁶ Manavgat, Halka Arz, 44.

⁷⁷⁷ Manavgat, Halka Arz, 46,47.

⁷⁷⁸ Busch, D., Avgouleas, E., & Ferrarini, G. (2018). *Capital Markets Union in Europe*. Oxford University Press. s. 256.; Schwartz, J. (2013). “The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation” 39 *Journal of Corporate Law*, 347, 381– 82.

halka arz ile ilgili olarak gerekli olan finansal yeterlilikler, danışmanlık masrafları vb. dikkate alındığında, bu masrafların bir KOBİ tarafından üstlenilmesinin son derece güç olduğu ortaya çıkmaktadır.

Bu çerçevede, girişimciler ve KOBİ'ler için, yatırımcının korunması ile sermaye piyasalarına erişimin kolaylaştırılması arasında bir denge kurulması ihtiyacı ortaya çıkmaktadır⁷⁷⁹. Bu dengenin sağlanmasının kolay olmadığını belirtmek gerekir⁷⁸⁰. Yoğun regülasyonların söz konusu olması durumunda halka arz zorlaşacak ve maliyetleri artacaktır. Bu durumda, şirketler, halka arza alternatif finansman kaynakları veya kote olmak için alternatif borsa arayışına girecektir. Regülasyonların yatırımcıyı koruyamayacak kadar yüzeysel ve basit olması durumunda ise yatırımcı güveni zedelenecek, piyasa başarısızlıkları belirecek ve likit olmayan, başarısız bir borsa ortaya çıkacaktır⁷⁸¹.

Bu ihtiyacın karşılanmasını teminen hem Türkiye'de hem de Dünya'nın birçok ülkesinde yeni düzenlemeler getirilmekte ve yeni pazar yerleri kurulmaktadır. Bu düzenlemelerin ve pazar yerlerinin en temel özelliği, girişimciler ve KOBİ'lerin sermaye piyasalarına erişimini kolaylaştırmak ancak aynı zamanda asgari de olsa yatırımcıları korumaktadır. Türk sermaye piyasası mevzuatındaki girişim sermayesi pazarını bu çerçevede değerlendirmek gerekir.

SPK tarafından düzenlenen GSP'lere benzeyen birçok örnek, başka ülkelerde de "pre-IPO Pazarlar" (halka arz öncesi pazarlar) veya gelişen şirket pazarları gibi isimler altında kurulmuştur. Girişim şirketlerine ilişkin pazarların bir borsa çatısı altında alt pazar olarak kurulması mümkün olduğu gibi ayrı bir borsa olarak da teşkilatlanması mümkündür. Bu pazarlar veya borsalar, Türk girişim sermayesi pazarına benzer şekilde, girişim şirketlerinin finansman bulmasına ve halka arza hazırlanmasına olanak sağlamaktadır.

Londra Borsası'nda bulunan bir alt pazar olan AIM (*Alternative Investment Market*), Nasdaq First North, Kanada'da bulunan TSX Venture Exchange, Çin'de

⁷⁷⁹ Detaylı bilgi için bkz. Pritchard, A.C. (2003). "Self-Regulation and Securities Markets" *Georgetown Univ. Law Ctr., Working Paper* No. 318939. available at <http://ssm.comlababstract=318939>.

⁷⁸⁰ Mendoza, J.M. (2008). "Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of The Alternative Investment Market". *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 13(2), 257-328.

⁷⁸¹ Mendoza, agm. s. 259.

bulunan Shenzen borsası altında bulunan ChiNext Piyasası⁷⁸², Japonya’da kurulmuş olan JASDAQ 2010 bu anlamda örnek olarak gösterilebilecektir.

b. Avrupa Birliği MiFID II 783 düzenlemeleri

AB’nin KOBİ’lerin finansmanına ilişkin çalışmaları kapsamında, KOBİ’lerin sermaye piyasalarına erişiminin kolaylaştırılması için 2014/65/EU Sayılı Finansal Araç Piyasaları Yönetmeliği’nde (*Markets in Financial Instruments Directive*) (MiFID II) değişiklik yapmış ve KOBİ Büyüme Pazarı (*SME Growth Market*) adı verilen sermaye piyasası pazarını uygulamaya koymuştur.

MiFID II ile getirilen yeni düzenlemeler; kotasyon şartları, finansal raporlama standartları, piyasa suistimali gibi birçok konuyu düzenlemiş ve bütün bu hususlar ile ilgili olarak daha esnek veya hafif olarak nitelendirilebilecek bir yaklaşım benimsemiştir⁷⁸⁴. Yönetmelik’in başlangıç kısmında ifade edildiği üzere Yönetmelik, yüksek düzeyde yatırımcı koruması ile ihraççılar için gereksiz idari yüklerin azaltılması arasındaki doğru dengeyi hedeflemekte ve bu hedef doğrultusunda yeterli esnekliğin sağlanması gerektiğini belirtmektedir⁷⁸⁵.

Yönetmelik’e göre bir borsanın veya pazarın KOBİ Büyüme Pazarı olarak kabul edilebilmesi için, ihraççıların en az %50’sinin KOBİ olması gerekmektedir⁷⁸⁶. MiFID II KOBİ’yi ise, önceki üç takvim yılı için yıl sonu kotasyon değerine göre ortalama piyasa değeri 200 Milyon avronun altında olan şirketler olarak tanımlamaktadır⁷⁸⁷. Görüldüğü üzere Yönetmelik’te, KOBİ borsası bakımından çalışan sayısı veya ciro eşikleri değil, doğrudan şirket piyasa değeri esas alınmaktadır.

MiFID II kapsamında yapılan düzenlemelere göre, bir borsanın KOBİ Borsası olarak tescil edilebilmesi için niceliksel kriterler yanında niteliksel bir kısım kriterleri de karşılaması gerekmektedir. Bu kapsamda, bir borsanın KOBİ Borsası olarak

⁷⁸² Detaylı bilgi için bkz. Chen, R. (2023). “Research on the Positioning and Development of China’s Chinext Market.” *Highlights in Business, Economics and Management*, 9, 250-259.

⁷⁸³ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

⁷⁸⁴ Busch/Avgouleas/Ferrari, age. s 254.

⁷⁸⁵ MiFID Gerekçe Para. 133.

⁷⁸⁶ MiFID II madde 33(3)(a)

⁷⁸⁷ MiFID II madde 4(1)(13).

tescili ancak söz konusu borsanın nesnel ve şeffaf kriterler ortaya koyan düzenlemeler oluşturmaları ve uygulaması, KOBİ Borsası olarak işlev görmesi için gerekli olan bir işletme modeline sahip olması durumunda söz konusu olabilecektir⁷⁸⁸.

MiFID II ile KOBİ Borsaları için kamuyu aydınlatma esasının uygulanması kabul edilmiştir. Yönetmelik'e göre, borsaya kabul ve işlem görme süreçleri dâhil olmak üzere, ihraççının, yatırımcının bilgilendirilmiş bir değerlendirme yapabilmesi için yeterli bilgi içeren gerekli bütün dokümanları yayımlaması gerekmektedir⁷⁸⁹. Bu dokümanlarla yer alan bilgilerin doğruluğu ve güvenilirliği ile ilgili tüm hukuki sorumluluk, Avrupa Piyasalar ve Menkul Kıymetler Kurumu⁷⁹⁰ (ESMA)⁷⁹¹ tarafından da tavsiye edildiği üzere, ihraççı üzerindedir⁷⁹².

Bir borsanın MiFID II kapsamında KOBİ borsası olarak kabul edilmesi üye devletlerin takdirindedir⁷⁹³. Üye devlet tarafından alınan kaydetme veya silme kararı derhal Avrupa Piyasalar ve Menkul Kıymetler Kurumu'na (ESMA) bildirilir ve ESMA KOBİ Borsalarını kendi internet sitesinde yayımlar.

ESMA tarafından en son yayınlanan KOBİ Borsası Değerlendirme Raporu'na göre, şimdiye kadar AB bünyesinde 20 borsa KOBİ Borsası olarak tescil edilmiş, 15 Borsanın da KOBİ'leri hedeflediği bilinmesine rağmen KOBİ Borsası olarak tescil edilmek için başvuru yapmamaya karar vermiş olduğu bilinmektedir⁷⁹⁴.

Sonuç olarak, MiFID II ile getirilen düzenlemeler çerçevesinde, sermaye piyasalarında hâkim olan karmaşık ve masraflı mevzuatın özellikle girişim şirketleri ve KOBİ'ler üzerinde yarattığı “olumsuz” etkinin azaltılmaya çalışılması ve girişimcilerin ve KOBİ'lerin sermaye piyasalarına erişiminin kolaylaştırılması amaçlanmaktadır. Bu amaç doğrultusunda, AB üye ülkelerinde çalışmalar gerçekleştirilmiş ve önemli olarak nitelendirilebilecek sayıdaki borsa, KOBİ Borsası

⁷⁸⁸ MiFID II madde 33(3)(b).

⁷⁸⁹ MiFID II madde 33(3)(c)

⁷⁹⁰ European Markets and Securities Authority.

⁷⁹¹ ESMA (2014). ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. ESMA/2014/1569. s. 360.

⁷⁹² Busch,/Avgouleas,/Ferrarini, age, s. 258.

⁷⁹³ MiFID madde 33(1); Busch,/Avgouleas,/Ferrarini, age, s. 257.

⁷⁹⁴ ESMA. (2021). MiFID II Review Report- MiFID II Review Report On The Functioning Of The Regime For SME Growth Markets. ESMA70-156-4103. s. 9.

olarak tescil edilmiştir. Bu kapsamda ortaya çıkan gelişmelerin devam etmesi ve sermaye piyasalarının girişimciler ve KOBİ'ler bakımından temel bir finansman kaynağı olması beklenmektedir.

Ayrıca, AB düzeyinde KOBİ'lerin ve girişimcilerin sermaye piyasalarına erişimini kolaylaştırmaya yönelik çalışmalar devam etmektedir. Bu kapsamda, AB Komisyonu tarafından 7 Aralık 2022 tarihinde yeni bir halka arz kanunu (*Listing Act*) tasarısı teklifi getirmiştir⁷⁹⁵. Söz konusu tasarı ile, başta KOBİ'ler olmak üzere, şirketlerin halka arz yoluyla sermaye piyasalarına erişimi kapsamındaki idari ve bürokratik süreçlerin hafifletilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca, tasarı çoklu oy yapısı ile KOBİ'lerin halka arza rağmen şirket yönetimini elinde tutmasına olanak sağlamayı amaçlamaktadır.

c. Londra Borsası⁷⁹⁶ (LSE) AIM (Alternative Investment Market)

AIM, Londra Borsası (*London Stock Exchange*) bünyesinde faaliyet gösteren, küçük ve orta büyüklükteki şirketlerin listelendiği bir pazardır⁷⁹⁷. AIM, 1995 yılındaki kuruluşundan itibaren önemli başarılar göstermiştir ve neredeyse tüm Dünyada bu anlamda en çok bilinen piyasalardan biri olmuştur. AIM hem kote olan şirket sayısı hem şirketlerin piyasa değeri hem de kote olan uluslararası şirket sayısı itibarıyla tüm dünyada en ön sıralarda gelmektedir⁷⁹⁸. Özellikle, Enron ve dot.com skandalları akabinde, 2002 yılında kanunlaşan Sarbanes-Oxley yasası ile ABD borsalarında regülasyonların sıkılaşması ve dolayısıyla şirketlerin halka açılma maliyetlerinin artması neticesinde uluslararası şirketlerin halka arz için ABD borsalarını değil AIM'i tercih ettikleri bilinmektedir⁷⁹⁹.

1995 yılında 10 şirket ile kurulmuş olan AIM, Ocak 2022 itibarıyla 852 şirketin listelendiği ve yaklaşık 140 milyar sterlinlik pazar büyüklüğüne sahip bir pazara dönüşmüştür⁸⁰⁰. AIM bünyesinde şimdiye kadar 4 binin üzerinde şirket

⁷⁹⁵ https://research-and-innovation.ec.europa.eu/news/all-research-and-innovation-news/european-commissions-new-proposals-company-listing-2022-12-08_e (e. t. 24 Ağustos 2023).

⁷⁹⁶ London Stock Exchange.

⁷⁹⁷ <https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim> (e. t. 10.06.2023).

⁷⁹⁸ Board, J., Dufour, A., Hartavi, Y., & Sutcliffe, C. (2015). "Risk And Trading On London's Alternative Investment Market: The Stock Market For Smaller And Growing Companies." Springer. s. 12.; Arundale, age, s. 285-286.

⁷⁹⁹ Mendoza, agm., s. 259.

⁸⁰⁰ <http://www2.londonstockexchangegroup.com/aimforgrowth> (e. t. 10.06.2023).

listelenmiş ve AIM kapsamında 130 milyar sterlinin üzerinde sermaye toplamıştır⁸⁰¹. Son 20 yıl içerisinde Londra Borsasında gerçekleşen halka arzların %75'inden fazlası AIM'de, %25 civarı ise Londra Borsası'nın ana pazarında gerçekleşmiştir⁸⁰². Bu durum, AIM'in başarısını ve popülaritesini göstermesi bakımından son derece önemlidir.

AIM'nin başarılı olma gerekçeleri incelendiğinde ön plana esnek mevzuat düzenlemeleri çıkmaktadır⁸⁰³. AIM'e kote olabilmek için herhangi bir uygunluk kriterine ihtiyaç olmadığı gibi, ortak sayısı, büyüklük, finansal veya ticari geçmiş bakımından da herhangi bir kriter bulunmamaktadır⁸⁰⁴. AIM'e kote olmak isteyen her şirket herhangi bir kriter söz konusu olmaksızın kendi şartları içerisinde değerlendirilmektedir. Bu durum ise AIM'e kote olmayı girişim şirketleri bakımından son derece kolay hale getirmektedir.

Ayrıca, AIM tarafından yapılan düzenlemeler, şirketlerin uymak zorunda olduğu düzenlemeler değildir⁸⁰⁵. Şirketler, bu düzenlemelere uymamayı seçmeleri durumunda bu tercihlerinin sebeplerini açıklamak zorundadırlar⁸⁰⁶.

AIM, sermaye piyasalarındaki özel regülasyonların ve de-regülasyonların da istisnai ve başarılı bir örneği olarak ön plana çıkmaktadır. AIM'i benzer kuruluşlardan ayıran en temel husus, AIM düzenlemelerini gerçekleştiren Nomad'lardır⁸⁰⁷. AIM'de borsa kotasyon kuralları devlet tarafından değil, çoğunlukla yatırım bankaları veya finans danışmanlarından oluşan ve atama şartları Londra Borsası tarafından belirlenmiş olan "Atanmış Danışman" (*Nominated Advisor*) veya "Nomad" olarak isimlendirilen

⁸⁰¹ <http://www2.londonstockexchange.com/aimforgrowth> (e. t. 10.06.2023).

⁸⁰² Miguel A., Acedo-Ramirez, Francisco J. Ruiz-Cabestre. (2016). "IPO Characteristics and Underpricing in the Alternative Investment Market". *Applied Economics Letters*, 1-5. <https://doi.org/10.1080/13504851.2016.1205713>; Wahid, A., Mumtaz, M. Z., & Mantell, E. H. (2020). "Valuing Local and Dual-Class IPOs in the Alternative Investment Market". *Estudios de economía*, 47(2), 245-271.

⁸⁰³ Wahid/Mumtaz/Mantell, agm, s 246.; Board/Dufour/Hartavi/Sutcliffe, age, s 2. ; Mendoza, agm, 262.; Arundale, age, s. 285-286.

⁸⁰⁴ Colombelli, A. (2010). "Alternative Investment Market: A Way to Promote Entrepreneurship." *Journal of Industry, Competition and Trade*, 10, 253-274.

⁸⁰⁵ Wahid/Mumtaz/Mantell, agm, s. 246.

⁸⁰⁶ Wahid/Mumtaz/Mantell, agm, 246.; Stringham, E. P., & Chen, I. (2012). "The Alternative of Private Regulation: The London Stock Exchange's Alternative Investment Market As A Model". *Economic Affairs*, 32(3), 37-43.

⁸⁰⁷ Mendoza, agm. s. 259.

kişiler tarafından kararlaştırılmaktadır⁸⁰⁸. Nomad'lara, bir şirketin halka arz için yeterli olup olmadığını onaylaması için halka arz olan şirket tarafından ödeme yapılmaktadır⁸⁰⁹.

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, AIM'i benzerlerinden ayıran ve başarılı olmasını sağlayan en büyük etken, esnek bir bürokratik yapıya sahip olması, halka arz bakımından zorlayıcı kriterlere sahip olmaması ve şirketlerin halka arz yeterliliklerini özel danışmanlar vasıtasıyla denetliyor olmasından gelmektedir. Bu özellikler, AIM'de gerçekleştirilecek halka arzların çok hızlı ve etkin olmasını sağlamaktadır. AIM nezdindeki tipik bir halka arz süreci üç ve altı hafta arasında sürmektedir⁸¹⁰. Başka borsalarda veya pazarlarda işlem gören şirketler bakımından ise AIM'e kote olmak için beş ve sekiz hafta arasında sürecek olan hızlı bir yol da bulunmaktadır⁸¹¹.

AIM nezdinde gerçekleşecek bir halka arzda Nomad tarafından yatırımcılara, operasyonel ve finansal incelemeleri, sermaye kaynaklarını, ar-ge çalışmalarını, fikri mülkiyet portföyünü, kâr beklentilerini, hukuki inceleme raporunu, çalışma sermayesi raporunu, finansal bilgileri içeren bir izahname (*admission document*) sunulur⁸¹². MiFID II kurallarında olduğu gibi burada sorumluluk ihraççı üzerindedir.

Sonuç olarak, AIM girişimci ve KOBİ borsası olarak dikkate değer bir başarı göstermiştir. AIM'in bu başarısının altında yatan sebeplerin diğer girişimcilik/KOBİ borsalarında olduğu gibi⁸¹³ Türk sermaye piyasaları bakımından dikkate alınmasının faydalı olacağı kanaatindeyiz.

ç. Nasdaq First North Growth Market

Nasdaq First North (NFN), Nasdaq'ın⁸¹⁴ bir birimi olarak, Avrupa'daki KOBİ'ler ve girişim şirketleri için Stockholm'de kurulmuş bir borsadır. Bugün için NFN

⁸⁰⁸ Stringham/Chen, agm, 38. Mallin, C., & Ow-Yong, K. (2012). "The UK Alternative Investment Market—Ethical Dimensions". *Entrepreneurship, Governance and Ethics*, s. 223-239.

⁸⁰⁹ Stringham/Chen, agm, 38. Nomad'lara ilişkin etik eleştiriler ile ilgili olarak bkz. Mallin/Ow-Yong, agm, s. 227 vd.

⁸¹⁰ London Stock Exchange (2010a). (2010) *A Guide to AIM*, London: London Stock Exchange. s 23.

⁸¹¹ Stringham/Chen, agm, 39.

⁸¹² Stringham/Chen, agm, 39.

⁸¹³ Mendoza, agm. s. 285-286.

⁸¹⁴ Nasdaq, ABD New York'ta kurulmuş olan bir borsadır. <https://www.nasdaq.com/about> (e. t. 22 Ağustos 2023).

bünyesinde yaklaşık 550 büyüme potansiyeli olan şirketin olduğu, kuruluşundan itibaren 120 şirketin büyümesini tamamlayıp ana pazarlara açıldığı bilinmektedir⁸¹⁵.

NFN, MiFID II kapsamında tescil edilmiş bir KOBİ borsasıdır⁸¹⁶. NFN bünyesinde KOBİ'lerin ve girişim şirketlerinin halka arzını kolaylaştırmak bakımından esnek bir mevzuat söz konusudur. NFN'de kote olabilmek için de finansal veya operasyonel herhangi bir kriter bulunmamaktadır. Ancak şirket, NFN'ye kote olmasından sonraki 12 ay için yeterli olacak bir çalışma sermayesinin bulunduğunu⁸¹⁷ ve faaliyetlerinin geçmiş 12 aydır devam ettiğini⁸¹⁸ ispat etmek zorundadır.

AIM'e çok benzer şekilde NFN bakımından da kotasyondaki temel görev lisanslı danışmanlara (*certified advisor*) düşmektedir. NFN'ye kote olmak isteyen şirket, önce NFN yönetimi ile gizlilik koşulları altında bir görüşme gerçekleştirmekte ve bu görüşmede şirketin kotasyon için uygun olup olmadığı değerlendirilmektedir. Sonrasında atanan lisanslı danışman ise şirketin belgelerini incelemekte ve halka arz için uygun olup olmadığını değerlendirmektedir. Lisanslı danışmanın uygunluk görüşü ile sunulan izahname, şirket tanıtımı gibi belgelerle NFN'ye kotasyon için başvuru yapılmaktadır⁸¹⁹. NFN'ye sunulmuş olan bu belgeler bakımından hukuki sorumluluk şirket üzerindedir.

NFN, MiFID II düzenlemeleri çerçevesinde tescil edilmiş bir KOBİ Borsası olarak başarılı sayılabilecek örneklerden biridir. Bununla birlikte, NFN'de kote olmuş şirketler incelendiğinde⁸²⁰ piyasasının Baltık ülkeleri bağlamında yerel kaldığı ve uluslararası niteliği kazanamadığı söylenebilecektir.

d. TSX Venture Exchange

TSX Venture Exchange, Kanada'da kurulmuş olan, Toronto Borsası⁸²¹ bünyesinde faaliyet gösteren bir KOBİ Borsasıdır. TSX, başarılı olarak gösterilen KOBİ

⁸¹⁵ <https://www.nasdaq.com/solutions/listings/markets/nordics/first-north#resources> (e. t. 22 Ağustos 2023).

⁸¹⁶ <https://www.nasdaq.com/market-regulation/nordics> (e. t. 22 Ağustos 2023).

⁸¹⁷ Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares (NFN Kurallar Kitabı) m. 2.3.6.

⁸¹⁸ NFN Kurallar Kitabı m 2.3.7

⁸¹⁹ NFN Kurallar Kitabı m 2.

⁸²⁰ <https://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/listed-companies/first-north> (e. t. 8 Ağustos 2023).

⁸²¹ Toronto Stock Exchange (TMX)

Borsalarından biridir. TSX'e kote olmuş şirketlerin ortalama pazar değeri 30 milyon ABD dolarıdır⁸²².

TSX, yapı olarak diğer KOBİ Borsalarından ayrılmaktadır. Öncelikle TSX ihraççıları, tarihsel finansal performans, ihraççının kotasyon sırasındaki gelişim aşaması ve finansal kaynakları da dâhil olmak üzere çeşitli standartlara dayalı olarak farklı segmentlere ayırmaktadır⁸²³. Halihazırda TSX bünyesinde; madencilik, petrol, endüstriyel veya teknoloji veya sağlık bilimleri, gayrimenkul veya yatırım olmak üzere dört farklı sektör ve bu dört sektör içerisinde de iki farklı segment bulunmaktadır. TSX, her bir sektör ve her bir segment için farklılaşan kotasyon kriterleri uygulamaktadır⁸²⁴.

Bu çerçevede TSX bazı sektörler ve segmentler için herhangi bir kriter uygulamazken bazı sektörler ve segmentler için de çeşitli kabul kriterleri uygulamaktadır. Şirketleri sektör ve segment olarak sınıflandırmanın ve bunlar bakımından uygulanacak kurallarda farklılıkları oluşturmanın, her ne kadar uygulama bakımından ciddi zorluklar yaratacağı beklense de, herhangi bir kotasyon kuralı uygulamamaya veya bütün şirketler bakımından aynı kuralları uygulamaya göre ekonomik işleyiş ve yatırımcı korunması bakımından daha uygun olduğunu değerlendiriyoruz.

Gerçekten, madencilik alanında faaliyet gösteren bir şirket ile siber güvenlik alanında faaliyet gösteren bir şirkete aynı kuralların uygulanması şirketlerin faaliyet alanları ve faaliyet alanının getirdiği finansal yapı dolayısıyla doğru sonuçlar vermeyecektir. Örneğin, bu şirketlerden birinin cirosu yüksek olmasına rağmen kârlılığı düşük olabileceken diğerinin cirosu düşük olmasına rağmen kârlılığı yüksek olabilecektir.

Şirketlerin kotasyon sonrasındaki kamuyu bilgilendirme ve şeffaflık gibi yükümlülükleri bakımından ise herhangi bir fark bulunmamaktadır⁸²⁵.

⁸²² Mansurov, A. (2020). "Firm Perspective on Impression Management in Earnings Press Releases: Insights from TSX Venture Exchange Firms". *Research Note Professional Accounting Research Group (PARG), Sprott School of Business, Carleton University, #PARG 2020-03RN*. s. 2.

⁸²³ TSX Venture Exchange (2023). Corporate Finance Manuel. Policy 2.1 Madde 1.1.

⁸²⁴ TSX, Corporate Finance Manuel. Policy 2.1 Madde 2.

⁸²⁵ TSX, Corporate Finance Manuel. Policy 3.2.

TMX Venture Exchange ile ilgili olarak yapılmış yaygın bir akademik çalışma bulunmamaktadır, bu sebeple TMX'in işleyişi ve düzenlemeleri bakımından yukarıda yapmış olduğumuz değerlendirmelerin gerçek hayattaki karşılıkları tarafımızca bilinmemektedir. Bununla beraber, Temmuz 2023 itibariyle TMX bünyesinde faaliyet gösteren yaklaşık 1700 şirketin bulunduğu ve bu TMX'in toplam değerinin yaklaşık 80 milyar Kanada doları olduğu⁸²⁶ dikkate alındığında TMX'in başarılı bir KOBİ borsası olduğu ifade edilebilecektir.

e. BİAŞ Gelişen İşletmeler Pazarı (ilga edilmiştir)

Türk sermaye piyasalarındaki ilk KOBİ borsası veya girişim borsası olarak nitelendirilebilecek Pazar, 2009 yılında kurulmuş olan Gelişen İşletmeler Pazarıdır (GİP). GİP'e ilişkin esaslar, mülga İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Gelişen İşletmeler Piyasası Yönetmeliği⁸²⁷ ile belirlenmiştir. GİP'in kuruluş amacının “*gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin işlem görebileceği şeffaf ve düzenli bir ortam yaratmak*” olduğu ifade edilmiştir.

GİP Listesi'ne kabul edilebilecek payların satışı, birincil pazarda halka arz yoluyla veya halka arz edilmeksizin tahsisli satış yoluyla mümkündü. Mülga GİP Yönetmeliği, bu yönüyle de GSP Tebliği'nden ayrılmaktadır. Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, GSP pazarında halka arz yoluyla satış mümkün olmayıp sadece nitelikli yatırımcıya satış yapılabilmektedir.

Mülga GİP Yönetmeliği kapsamında, ilk başta, şirketlerin GİP'e kabulü bakımından faaliyet süresi, büyüklük, ciro, kârlılık gibi herhangi bir finansal veya operasyonel koşul aranmamıştır. GİP için tavan şart uygulaması ile ana piyasa için aranan şartların sağlanamamış olması aranmaktadır. Bununla birlikte, süreç içerisinde gerçekleştirilen değişikliklerle şirketlerin aktif toplamı ve net satış hasılatı bakımından çeşitli kriterler getirilmiştir. Ayrıca, Mülga GİP Yönetmeliği ile GİP Listesinde işlem görebilecek payların sadece mevcut ortakların rüçhan haklarının kısıtlanması ile halka arz yoluyla yapılacak sermaye artırımı veya tahsisli sermaye artırımı yoluyla ihraç

⁸²⁶ TSX Venture Exchange Listed Companies <https://www.tsx.com/listings/current-market-statistics> (e. t. 8 Ağustos 2023).

⁸²⁷ 8 Ağustos 2009 Tarih ve 27323 sayılı Resmî Gazete.

edilecek paylardan oluşabileceği düzenlenmiştir⁸²⁸, dolayısıyla GİP bakımından ortak satışı yolu ile halka arza izin verilmemiştir. GSP Tebliği'nde de aynı düzenlemenin bulunduğunu ifade etmek gerekir. Bu düzenlemenin temel maksadının, halka arz neticesinde elde edilecek gelirin doğrudan şirketin finansman ihtiyacının karşılanması için kullanılmasıdır.

GİP'in ayırt edici bir başka özelliği ise, AIM örneğinde olduğu gibi, halka arz bakımından gerekli incelemelerin 'piyasa danışmanı' adı verilen bir kuruluş tarafından yapılması ve bu inceleme sonuçlarının bir rapor ile İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na (İMKB) sunulmasıdır. Şirketin GİP listesine alınıp alınmayacağına, piyasa danışmanı tarafından hazırlanan rapor esas alınarak İMKB Yönetim Kurulu tarafından karar verilmekteydi⁸²⁹. Piyasa danışmanı, GİP'e kabul için gerekli belgelerin hazırlanması, başvuru için kullanılan ve kamuya açıklanan belgelerin doğruluğunun onaylanması, GİP'e kabul için şirket raporunun hazırlanması, şirketin GİP'e kabulü sonrasında mevzuat uyumunun sağlanması için danışmanlık verilmesi gibi birçok göreve sahipti⁸³⁰. Yatırım danışmanı olarak görev alabilecekler ise yatırım danışmanlığı veya halka arz aracılığı yetki belgesi sahibi olan aracı kuruluşlar, portföy yönetim şirketleri ve GSYO'lardır⁸³¹.

Payları GİP'te işlem gören şirketlerin, bağımsız denetimden geçmiş son yıl sonu finansal tabloları esas alınarak İMKB tarafından ana pazar için belirlenmiş olan kotasyon şartlarını sağlaması ve en az 250 gerçek ve/veya tüzel kişi ortağı bulunması halinde ana pazara geçiş için zorunlu olarak başvuru yapması gerekmektedir⁸³². GİP'te işlem gören bir şirketin ana pazara geçiş başvurusunun kabul edilmesiyle birlikte şirket GİP'ten çıkarılmaktaydı.

Mülga GİP Yönetmeliği'nin modern olarak nitelendirilebilecek mevzuat ile başarılı dünya örneklerine çok benzediği görülmektedir. Örneğin, GİP ve AIM bakımından söz konusu olan düzenlemelerin ve kurumların birbirine çok benzediği kolaylıkla tespit edilebilmektedir. Bununla birlikte, Londra'daki muadilinin aksine

⁸²⁸ Mülga GİP Yönetmeliği m. 5/3.

⁸²⁹ Mülga GİP Yönetmeliği m. 5/2.

⁸³⁰ Mülga GİP Yönetmeliği m. 17.

⁸³¹ Mülga 18 Mayıs 2011 tarih ve 369 sayılı İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası'nda Piyasa Danışmanlığı Görevine İlişkin Usul ve Esaslar Genelgesi Madde 3.

⁸³² Mülga GİP Yönetmeliği m. 13.

GİP'in başarılı olduğunu söylemek mümkün değildir. GİP, faal olduğu 10 senelik süre içerisinde çok az şirketin kote olduğu sığ bir pazar olarak faaliyet göstermiştir. Örneğin, 2019 yılında GİP'te işlem gören sadece 17 şirket bulunmaktadır⁸³³.

GİP'in faal olduğu süre içerisinde dikkate değer bir başarı gösterememesi neticesinde, SPK'nın 14 Eylül 2020 ve BİST yönetim kurulunun 10 Eylül 2020 kararı ile 1 Ekim 2020 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere Gelişen İşletmeler Pazarı kapatılmış ve Alt Pazar ile birleştirilmiştir⁸³⁴.

4. Girişim sermayesi pazarına ilişkin değerlendirmelerimiz

Bu çalışmanın hazırlandığı esnada GSP Tebliği yeni yürürlüğe girmiş ve pazar henüz işlemeye başlamıştır. Bu sebeple GSP'ye ilişkin gerçek bir değerlendirme yapmak için çok erken olduğu kanaatindeyiz. Bununla birlikte, GSP Tebliği'ne ilişkin bir kısım eleştirilerin de dikkate getirilmesinin faydalı olacağını değerlendiriyoruz. GSP Tebliği'nde yatırımcının ve pazarın korunmasıyla halka arzın kolaylaştırılması arasında bir denge kurulmaya çalışıldığı gözlemlenmektedir.

Öncelikle, sadece sermaye artırımını yoluyla ihraç edilecek payların halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya satışının, yatırımcının korunması bakımından uygun bir düzenleme olduğu kanaatindeyiz. Ortak satışı yapılamaması ve nitelikli yatırımcıdan toplanan sermayenin şirkete aktarılması, şirketin girişim sermayesi niteliği dikkate alındığında, kaynak ihtiyacını karşılaması için elverişli görünmektedir. Ayrıca, GSP'de işlem görecektir şirket paylarının halka arz edilmemesi ve sadece nitelikli yatırımcıya satılmasının da yatırımcının korunması bakımından işlevsel bir düzenleme olduğu görüşündeyiz.

Yatırımcının şirket tarafından sağlanan bilgilere dayanarak yatırım fikri edinmesi ve şirket tarafından sağlanan bilgilerin de hukuki sorumluluğunun şirkete ait olması karşısında, bu tür şirketlere yatırım yapacak kişilerin nitelikli yatırımcılarla sınırlandırılması ve manipüle edilmesi daha kolay olan halktan para toplanmasının engellenmesi olumlu olarak değerlendirilmelidir.

⁸³³<https://www.bloomberght.com/yorum/ceren-dilekci/2238639-yatirimcilar-da-gelisen-isletmeler-pazari-endisesi> (e. t. 15 Ağustos 2023).

⁸³⁴ Duyuru metni için bkz: <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-pazar-yapilanmasi-2020-5-8.pdf> (e. t. 15 Ağustos 2023).

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, GSP’de işlem görebilmek için aktif toplam bakımından yirmi milyon TL, net satış hasılatı bakımından on milyon TL ve kayıtlı sermaye sistemine geçiş için ödenmiş sermaye bakımından on milyon TL olmak üzere çeşitli finansal eşikler belirlenmiştir. Diğer başarılı KOBİ Borsaları örnekleri incelendiğinde bu yönde bir finansal eşik uygulamasının genellikle bulunmadığı görülmektedir. Türkiye’de daha önce denenmiş olan Gelişen İşletmeler Piyasası’nda şirketlerin kote olabilmesi için herhangi bir finansal eşik getirilmemiştir. Genel uygulama bu yönde olmasına rağmen, şirketler bakımından getirilen finansal eşiklerin uygun olduğu kanaatindeyiz. Hem Türkiye’de daha önce yaşanmış olan olumsuz Gelişen Piyasalar Tecrübesi hem de Türk borsasının mevcut düzeyi dikkate alındığında, bu yönde bir finansal eşik uygulanmasının pazar sağlığı bakımından uygun olacağını değerlendiriyoruz.

GSP’de işlem görmek için başvuran şirketlerin paylarının satış fiyatının nominal değerden yüksek olması durumunda, fiyat tespitine ilişkin hazırlanan raporun KAP’ta ilan edilmesi de yatırımcının korunması bakımından uygun bir düzenlemedir. Bilgi asimetrisinin çok yüksek olacağı GSP’de, fiyatın belirlenmesi büyük önem arz etmektedir. Bu sebeple fiyatın hangi kriterlerle belirlenmiş olduğunun yatırımcı tarafından bilinmesi, yatırım davranışına etki edecek önemdedir.

GSP Tebliği’ne⁸³⁵ göre, GSP’de işlem gören şirketlerin payları, borsada işlem görmesini takip eden iki yıl tamamlanmadan halka arz edilerek satılamaz. Ayrıca, şirketin paylarının halka arzından sonra şirketin daha önce GSP’de işlem gören payları hariç olmak üzere, halka arza konu olmayan payları, payların borsanın diğer pazarlarında işlem görmesinden itibaren iki yıl geçmedikçe borsada işlem gören niteliğe dönüştürülemeyecektir⁸³⁶. Halka arz için getirilmiş olan asgari iki yıllık düzenlemenin ve halka arz sonrası için getirilmiş olan iki yıllık kısıtlamanın, payların likiditesi bakımından olumsuz etki yaratacağı ve yatırım iştahını kaçıracağı değerlendirilebilecektir.

Özellikle, GSYO ve GSYF yatırımları bakımından mevcut ortaklar, şirketi GSP’ye açmak yerine doğrudan halka arz için hazırlama yolunu tercih edebileceklerdir.

⁸³⁵ GSP Tebliği m. 5/1.

⁸³⁶ GSP Tebliği m. 5/5

Bu bakımdan bu kısıtlamaların GSP'ye gösterilecek yatırımcı ilgisi açısından olumsuz etki yaratacağı ve GSP'nin likiditesini azaltacağı kanaatindeyiz.

GSP'de işlem gören şirketler için getirilen bir diğer düzenleme ise, borsada işlem görmeye başladığı tarihten itibaren beş yıl içerisinde yalnızca sermaye artırımını yoluyla halka arz için başvuru yapma zorunluluğudur⁸³⁷. Bu koşula uymayan şirketler, borsadan çıkmış sayılacaklardır. Buradaki düzenlemeyi hem beş yıllık süre hem de bu süreye uymamanın sonuçları bakımından değerlendirmek gerekir. Halka arz için başvuru bakımından beş yıllık sürenin pazarın gelişme potansiyeli değerlendirildiğinde uygun olduğu kanaatindeyiz. Bununla birlikte, halka arz bakımından getirilmiş olan yalnızca sermaye artırımını yoluyla başvuru zorunluluğunun yukarıda açıklanmış olan esaslar çerçevesinde mevcut pay sahibinin ilgisini azaltacağını değerlendiriyoruz.

Gerçekten payları GSP'de işlem gören şirketin pay sahibi, halka arzdan önce, halka arz sırasında ve halka arzdan sonra uzun bir süre sahip olduğu payları halka arz edememektedir. Bu durumda, mevcut ortakların GSP yerine doğrudan halka arz için hazırlanması daha olası gözükmemektedir. Ayrıca, beş yıllık süre içerisinde halka arz için başvuru yapılmaması durumunda şirketin borsadan çıkarılmasını, yatırımcı bakımından olumsuz bir düzenleme olarak değerlendiriyoruz. Halka arz için başvuruda bulunup bulunulmamasının doğrudan hâkim ortağın inisiyatifinde olduğu dikkate alındığında, hâkim ortağın tercihlerinin şirkete yatırım yapmış nitelikli yatırımcı için olumsuz etki doğurması gibi bir sonucun ortaya çıkması da olumsuz bir etki yaratacaktır.

Son olarak, GSP'de işlem gören şirketlerin Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1), Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1) ve Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği (II-23.3) muaf tutulması, GSP'ye başvuruda izahname kapsamının daraltılması gibi hususlar halka arzın getirmiş olduğu regülasyon ve uyum maliyetini azaltma bakımından önemli olarak değerlendirilmektedir.

KOBİ'lerin ve girişim şirketlerinin sermaye piyasalarına erişimi, girişimciliğin ekonomik büyüme açısından kritik öneme sahip olduğu Türkiye için son derece önemlidir. Bu bakımdan GSP Tebliği, girişimcilik açısından önemli bir gelişme olarak değerlendirilmelidir. Bununla birlikte, Türk sermaye piyasalarının yaşamış olduğu ve

⁸³⁷ GSP Tebliği m. 5/2.

‘olumsuz’ olarak nitelendirilebilecek Gelişen İşletmeler Pazarı deneyiminin bundan sonraki bütün düzenlemeler bakımından dikkate alınması faydalı olacaktır.



ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MENFAAT ÇATIŞMASI AÇISINDAN

GİRİŞİM ŞİRKETLERİNDE YATIRIMCI VE GİRİŞİMCİ İLİŞKİSİ

I. Menfaat Çatışması/ Vekâlet Sorunu (*Agency Conflict*)

A. Kavramsal Olarak Menfaat Çatışması

Anonim şirketlerin ayırıcı unsuru, şirket paylarına sahip olmanın doğrudan şirket üzerinde hâkimiyet ve yönetme yetkisi tanımayan olmasıdır⁸³⁸. Bu durum özellikle pay sahipliği dağılmış olan şirketlerde, şirket pay sahipleri ile yöneticilerin farklı kişiler olması sonucunu doğurmaktadır. Şirketler bakımından, mal varlığının sahipleri ile onu yönetenlerin farklı kişiler olması ise taraflar arasında bir çıkar çatışması yaratmaktadır⁸³⁹. Anonim şirketler bakımından, İngilizce ‘*seperation of ownership and control*’⁸⁴⁰ olarak ifade edilen bu durum, şirket üzerindeki mülkiyet hakkı sahipliği ile yönetim hakkı sahipliğinin birbirinden ayrılmasını ve ayrılabilirliğini ifade etmektedir⁸⁴¹.

⁸³⁸ Paccès, Alessio M. (2012). *Rethinking Corporate Governance – The Law and Economics of Control Powers*. Routledge, New York, s. 47

⁸³⁹ Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1980). “Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation”. *The Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.

⁸⁴⁰ Türkçeye mülkiyet ve yönetimin ayrılması olarak tercüme edilebilecektir.

⁸⁴¹ Albuquerque, R., & Wang, N. (2008). “Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing”. *The Journal of Finance*, 63(1), 1-40; Bauen, M., Venturi, M. (2009). *Swiss Board of Directors: Organisation Powers Liability Corporate Governance*. Bruylant, Schulthess, s 293.; Küçükgüngör, A. (2018). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Bakımından Halka Açık Anonim Şirketlerde İcrada Görevli Olmayan Yönetim Kurulu Üyeleri*. Yetkin Yayınları: Ankara. s 91. (Yönetim Kurulu Üyeleri); Sarwoko, H. (2017). “Agency Theory Perspective in Implementation of Corporate Governance”. *Proceedings of The 2th International Multidisciplinary Conference 2016*, 1, 68-84.; Kolb, R. W. (2012). *Too Much Is Not Enough: Incentives in Executive Compensation*. Financial Management Association Survey and Synthesis Series. New York, Oxford Academic. s 25.; Dey, A. (2008). “Corporate Governance and Agency Conflicts”. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181; Davies, Company Law, 1045.; Armour, J., & Whincop, M. J. (2007). “The Proprietary Foundations of Corporate Law”. *Oxford Journal of Legal Studies*, 27(3), 429-465; Armour, J./ Hansmann, H./ Kraakman, R./ Pargendler, M. (2017). “What is Corporate Law” in *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach* (eds: Kraakman, R./ Armour, J. ve diğerleri). Oxford University Press, Third Edition, ss 1-29.; Berktaş, E. (2023). *Hukuki Bakımdan Anonim Ortaklıkta Çalışanların Yönetime Katılımı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s. 88. (Yönetime Katılım).

Vekâlet sorunu çerçevesinde incelenen vekâlet ilişkisi⁸⁴², bir veya daha fazla kişinin (asıllar) başka bir kişiyi (vekil) kendi adına bazı hizmetleri yerine getirmesi için görevlendirmesini ve vekile bazı karar verme yetkilerinin devredilmesini içeren bir sözleşme olarak tanımlanmaktadır⁸⁴³. Söz konusu vekâlet ilişkisinde, her iki tarafın amacının fayda maksimizasyonu olması durumunda, vekilin her zaman asılın çıkarlarına uygun davranması beklenemeyecektir⁸⁴⁴. Başka bir ifadeyle, bir tarafın lehine olanın diğerinin aleyhine olduğu durumlarda, vekilin elindeki gücü kendi lehine ancak asıl aleyhine kullanması hayatın olağan akışına ve eşyanın tabiatına uygundur.

Şirket pay sahipleri ile yöneticileri arasındaki bu çatışma, ekonomi ve şirketler hukuku literatüründe⁸⁴⁵ menfaat veya çıkar çatışması⁸⁴⁶ (*agency conflict*) olarak isimlendirilmektedir⁸⁴⁷. Menfaat çatışması için literatürde, ‘*asıl vekil uyumsuzluğu*’ veya ‘*vekâlet sorunu*’ olarak Türkçe’ye çevirebileceğimiz ‘*principal-agent conflict*’ terimi de kullanılmaktadır⁸⁴⁸. Kavram birliği sağlanması amacıyla bu çalışmada,

⁸⁴² Şirketler hukukunda söz konusu olan vekâlet ilişkisinin temelini de borçlar hukuku anlamında bir vekâlet ilişkisi olduğunu ifade etmek mümkündür.

⁸⁴³ Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. s 308.

⁸⁴⁴ Jensen/Meckling, agm, 308.; Kleinschmidt, M. (2007). *Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value*. Springer Science & Business Media. s 44.; Çakalı, R. K. (2022). “Agency Problem in Corporate Governance: Worldcom Case”. *İşletme Dergisi*, 3(1), 15-31; Gormley, T. A., & Matsa, D. A. (2016). “Playing it Safe? Managerial Preferences, Risk, and Agency Conflicts”. *Journal of financial Economics*, 122(3), 431-455.

⁸⁴⁵ Anonim şirketler bakımından yukarıda açıklanmış olan vekâlet sorunun genelliğine de dikkat çekmek gerekir. Gerçekten de vekâlet ilişkisinin niteliği gereği, vekilin kendi refahını maksimize etmeye yönelik davranışlarda bulunması şirketlerde olduğu kadar, devletler, kamu kurumları, üniversiteler, sivil toplum kuruluşları gibi birçok organizasyonda da yaygın olarak görülmektedir.

⁸⁴⁶ Menfaat çatışması için Türkçe çıkar çatışması kavramı ve İngilizce conflict of interest kavramı da kullanılmaktadır. En yalın haliyle menfaat çatışması, “*bir şahıs veya kurumun (özel veya kamu), görevini yerine getirirken kendi kişisel çıkarları (finansal ve diğer çıkarlar) ile temsil ettikleri veya sözleşmeyle bağlı oldukları organizasyonun iş çıkarlarının çatışması durumu*”nu ifade etmektedir. Türkiye Etik ve İtibar Derneği- Etik Sözlük. <https://www.tice.org.tr/knowledge-center/intools/38567-2/> (01.10.2023 tarihinde erişilmiştir).

⁸⁴⁷ Armour/Hansmann/Kraakman, Agency Problems, 29.; Kırca/ŞehiraliÇelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s 479.; Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Wong, R., & Wong, B. (2015). *Essential of Corporate Finance*. Eleventh Edition. McGrawHill, s 14.; Göktürk, K. (2017). “Anonim Şirket Pay Sahipliği Haklarının Kullanılmasında Muhalefet Şartı”. *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 8(2), 53-78. (Muhalefet Şartı); Jensen, M. C. (1986). “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, pp. 323-329. s 323. (Agency Cost); Ross, S. (1973). “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem” *American Economic Review*, 53(2), 134-39; Kolb, age, s 25.

⁸⁴⁸ Clayman, M. R., Fridson, M. S., & Troughton, G. H. (Eds.). (2022). *Corporate Finance Workbook: Economic Foundations and Financial Modeling*. New York: John Wiley & Sons. s 155.

menfaat çatışması ve vekâlet sorunu kavramları birbirlerinin ikamesi olarak kullanılacaktır.

Menfaat çatışması kavramının temelinde şirketin ve pay sahiplerinin menfaatleri bulunmaktadır. Bu bakımdan, anonim şirketlerde şirket menfaatinin açıklanmasına ihtiyaç bulunmaktadır⁸⁴⁹. Şirket menfaati öğretide, şirketin mevcudiyetinin mümkün olan en iyi şekilde devam ettirilmesi olarak tanımlanmaktadır⁸⁵⁰. Bu kapsamda öğretide şirket menfaatini açıklamaya yönelik olarak; pay sahiplerinin menfaatleri ile şirket menfaatlerini aynı tutan ve şirketin asıl amacının kâr maksimizasyonu olduğunu savunan pay sahibi (*shareholder*) teorisi⁸⁵¹; şirket menfaatlerinin sadece pay sahiplerini değil şirket çalışanları, alacaklılar, devlet, müstakbel pay sahipleri⁸⁵² gibi birçok menfaat grubunun menfaatini kapsadığını savunan ilgililer⁸⁵³ veya menfaat grubu veya paydaş (*stakeholder*) teorisi⁸⁵⁴ veya kurum teorisi⁸⁵⁵ söz konusudur. Şirketler hukukunun değişimi ve gelişimi dikkate alındığında, pay sahipleri teorisinin etkisini yitirdiği ve anonim şirketlerin toplumsal bir varlık olarak birçok tarafın menfaatini merkeze alan ve hatta

⁸⁴⁹ Anonim şirketlerde şirket menfaati ve menfaat sahipleri ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: Sulu, M. (2019). *Anonim Ortaklıklarda Şirket Menfaati Kavramı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

⁸⁵⁰ Helvacı, M., Çamurcu, E., Türkyılmaz, İ. (2017). *Özellikle Anonim Şirket Açısından Şirket Menfaati Kavramı*. Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Armağan, İstanbul, s. 311.

⁸⁵¹ Kırca/ŞehiralıÇelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 248.; Sulu, M. (2019). *Anonim Ortaklıklarda Şirket Menfaati Kavramı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 12 (Şirket Menfaati); Easterbrook, F., Fischel, D. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, s. 36; Romano, R. (1993). *The Genius of American Corporate Law*. Washington, s.2.; Baums, T./ Scott, K. E. (2013). *"Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany"*. Institute for Law And Finance, Working Paper Series No: 16, s. 2-3.; Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri, 94.

⁸⁵² Eminoğlu, C. (2014). *Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)*. Oniki İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 22 (Kurumsal Yönetim).

⁸⁵³ Kırca/ŞehiralıÇelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 249.

⁸⁵⁴ Ayan, Ö. (2013). *Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Yükümlülüğü ve Bu Yükümlülüğün İhlalinin Sonuçları*. Ankara: Adalet Yayınevi, s. 50.; Sulu, Şirket Menfaati, 13.; Tekinalp, Ü. (2003). "Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının ve Yönetim Denetim Felsefelerinin Dinamikleri ile Bunlar Arasındaki İlişki", *Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan*, Ankara. 227- 252. Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. Cambridge University Press s. 8-11.; Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri, 94.

⁸⁵⁵ Berktaş, Yönetime Katılım, s. 76.

toplumsal açıdan önem arz eden insan hakları, çevrenin korunması gibi sosyal sorumluluklara sahip olan bir yapıya dönüştüğünü söylemek mümkündür⁸⁵⁶.

Anonim şirketlerde menfaat sahipleri birbirinden ayrılabilen farklı türlerdeki gruplar ve kişilerden oluşmaktadır. Anonim şirketlerdeki menfaat sahiplerini, şirket menfaati ekseninde pay sahipleri, yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri, çalışanlar, iş ortakları ve alacaklılar olarak sayabiliriz⁸⁵⁷. Bu yönüyle anonim şirket, farklı menfaat sahiplerinin menfaatlerinin çatıştığı kurumsal bir yapı olarak karşımıza çıkmaktadır⁸⁵⁸. Bu menfaat sahipleri çerçevesinde, anonim şirketler bakımından üç çeşit vekâlet sorunundan söz edilmektedir⁸⁵⁹. Her üç menfaat çatışması bakımından çeşitli şekillerde asıl ve vekil ilişkisi söz konusu olmaktadır. Menfaat çatışmasının ilk ve en yaygın türü şirket hissedarları (asıl) ile şirket yöneticileri (vekil) arasında; ikinci türü hâkim ortaklar (asıl) ile azlık pay sahibi olan ortaklar (vekil) arasında; üçüncü türü ise şirket ile diğer paydaşlar (şirket alacaklıları, şirket çalışanları gibi) arasındadır⁸⁶⁰.

B. Menfaat Çatışması Türleri

Şirket ile alacaklılar ve çalışanlar gibi diğer paydaşlar arasındaki menfaat çatışması, şirketin niteliği ve türünden bağımsız olarak ortaya çıkan bir menfaat çatışmasıdır⁸⁶¹. Bu bakımdan çalışmamızda, girişimcilikle ilgili olmaları dolayısıyla, ilk iki menfaat çatışması türü olan azlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaat çatışması ve pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki menfaat çatışması incelenecektir.

⁸⁵⁶ Pashı, A. (2004). *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, İstanbul s. 78; Eminoğlu, Kurumsal Yönetim, s. 23.; Grundmann, S. (2007). *European Company Law: Organisation, Finance and Capital Markets*. Intersentia, s. 287-279.

⁸⁵⁷ Berktaş, Yönetim Katılım, s. 90-100.

⁸⁵⁸ Şehirali Çelik, F. H. (2008). *Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler*, Ankara. s. 20.

⁸⁵⁹ Armour/Hansmann/Kraakman, Agency Problems, 29-30.

⁸⁶⁰ Günay, Y.S. (2023). "A Comparative Legal, Economic and Structural Analysis of Challenging Shareholders' Resolutions Under Turkish and English Legal Systems". *Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi*, 2, 493-533 (Comperative Analysis).; Masulis, R. (1988). *Debt/Equity Choice*. Cambridge, Ballinger, s. 47-48; Karolyi, G. A. (2012). "Corporate Governance, Agency Problems and International Cross-Listings: A Defense of the Bonding Hypothesis." *Emerging Markets Review*, 13(4), 516-547.; Cheffins, B. (2001). "History and the Global Corporate Governance Revolution: the UK Perspective". *Business History*, 43(4), 87-118. s. 92.

⁸⁶¹ Bu menfaat çatışmalarına ilişkin olarak Türk hukuku bağlamında ayrıntılı bilgi için bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 260-267.

1. Yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki (dikey) menfaat çatışması

Vekâlet teorisine göre anonim şirketlerde şirket yönetim kurulu ve şirket yöneticileri, şirketin ve ayrıca şirket pay sahiplerinin vekili konumundadır ve her iki tarafın menfaatleri birbirleri ile çatışabilmekte ya da en azından her zaman uyuşmayabilmektedir⁸⁶². Burada yöneticiler, kendilerine ait olmayan bir mal varlığını (şirket) yine başkaları adına (pay sahipleri) yönetmektedirler. Bu durum şirket yöneticilerinin kendi menfaatlerini şirket menfaatlerine göre incelemesi bakımından bir teşvik yaratmaktadır. Bu türdeki menfaat çatışması için öğretide dikey (*vertical*) menfaat çatışması kavramı da kullanılmaktadır⁸⁶³. Bu başlık altında incelenen menfaat çatışması elbette pay sahibi olmayan veya pay sahipliği oranı düşük olan yöneticiler bakımından⁸⁶⁴ geçerlidir. Pay sahibi olan yöneticilerle ilgili olarak ortaya çıkan menfaat çatışması yönetici ile pay sahibi arasındaki menfaat çatışmasını değil, kontrole sahip pay sahibi ile azlık pay sahibi arasındaki menfaat çatışmasını ifade etmektedir.

Finans ve kurumsal yönetim literatürü çerçevesinde bir vekâlet sorunu olarak nitelendirilen menfaat çatışması, hukuki olarak da bir vekâlet ilişkisine dayanmaktadır. Türk şirketler hukuku literatüründe, şirket ile yönetim kurulu üyesi arasındaki ilişkinin⁸⁶⁵ ve genel kurul ile yönetim kurulu arasındaki eşitlik temeline

⁸⁶² Wright, P., & Ferris, S. P. (1997). "Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic Management Journal*, 18(1), 77-83; Nikolov, B., & Whited, T. M. (2014). "Agency Conflicts and Cash: Estimates From A Dynamic Model". *The Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921; Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). "The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs". *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282; Dey, agm, 1144.; Davies, Company Law, 110.; Cheffins, agm, s. 92; Berle/Means, 119 vd.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 257 vd.

⁸⁶³ Gogineni, S., Linn, S. C., & Yadav, P. K. (2022). "Vertical and Horizontal Agency Problems in Private Firms: Ownership Structure and Operating Performance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(4), 1237-1278.

⁸⁶⁴ Yöneticinin şirkette sahip olduğu pay oranı düştükçe ortaya çıkan menfaat çatışmasının şiddeti artmaktadır. Easterbrook, F. H., & Fischel, D. R. (1982). "Corporate Control Transactions". *Yale Law Journal*, 91(4), 698-738.

⁸⁶⁵ Ansay, T. (1982). *Anonim Şirketler Hukuku*. (6. Bası). Ankara, s. 104 (Anonim Şirketler); İmregün, Anonim Ortaklıklar, 202; Karaege, Ö. (2014). "Anonim Şirketlerde Genel Kurulun Yönetim Kurulu Üyelerini Görevden Alma (Azil) Yetkisi TTK m. 364." *Ankara Barosu Dergisi*, 2014/1. 71-110. s 98.; Arslanlı, H. (1959). *Anonim Şirketler II, Anonim Şirketlerin Organizasyonu*. (1. Baskı). (Anonim Şirketler II) İstanbul: Fakülteler Matbaası, s 99.; Atan, T. (1955). *TTK'ya göre Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukuki Mesuliyeti*, Ankara, 9-12.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 727.; Yanlı, V. (2017). "Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanacak Mali Haklar ile İlgili Bazı Değerlendirmeler". *BATİDER*, XXXIII(4), 4, 41-69.

dayalı ilişkinin⁸⁶⁶ vekâlet ilişkisi olduğu kabul edilmektedir. Yargıtay kararlarında da şirket ile yönetim kurulu üyeleri arasındaki ilişki, bir hizmet/iş ilişkisi değil vekâlet ilişkisi olarak nitelendirilmektedir⁸⁶⁷.

Yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmasının ortaya çıkabileceği birçok alanın mevcut olduğu bilinmektedir. Yöneticilerin şirketle gerçekleştirebilecekleri ilişkili taraf işlemleri⁸⁶⁸, örtülü kazanç aktarımı⁸⁶⁹, yöneticilerin şirket kaynaklarını kendi çıkarları için kullanması, yöneticilerin kariyer kaygılarıyla riskten kaçınan bir yaklaşım sergilemesi⁸⁷⁰ gibi birçok durum yönetici ile pay sahibi arasında çıkar çatışması yaratmaktadır. Doğrudan yöneticilerle ilgili olan bu hususlara ilave olarak, pay sahiplerinin maddi hakları da yönetici ile pay sahibi arasındaki çıkar çatışmasına sebep olabilmektedir. Örneğin, pay sahiplerine yapılacak olan kâr payı ödemesi, hissedarlar ile yöneticiler arasında bir çatışma alanı ortaya çıkarmaktadır. Hissedarlara kâr payı olarak yapılan nakit ödemeler, yöneticilerin kontrolü altındaki kaynakların ve dolayısıyla yöneticilerin sahip

⁸⁶⁶ Doğan, B.F. (2011). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Gore Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Organizasyonu ve Yönetim Yetkisinin Devri*. (2. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık, 18.; Tekinalp, Ü. (2013). a.g.e. 183.; Kırca/Şehirali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 395.; Günay, Anonim Şirketlerin Temsili, 28.

⁸⁶⁷ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 24 Kasım 1982 tarih, 1981/4751 E. ve 1981/5019 K. Sayılı Kararı; Yargıtay 9. Hukuk Dairesi'nin 7 Temmuz 2011 Tarih, 2011/2810 E. ve 2011/23208 K. Sayılı Kararı.

⁸⁶⁸ İlişkili taraf işlemi terimi TTK'da düzenlenmemesine rağmen, anonim şirket yönetim kurulu ilişkili taraf olarak ve şirketle anonim şirket arasındaki işlemler ilişkili taraf işlemi olarak değerlendirilmiştir. Yönetim kurulu üyeleri ile şirket arasındaki işlemler TTK m. 395/1'de genel kurulun onayına tabi tutulmuş, TTK m. 395/2 ile pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyelerinin şirkete borçlanmaları yasaklanmış ve nihayet TTK m. 396'da yönetim kurulu üyelerinin şirketle rekabet teşkil edecek işlem ve eylemleri genel kurulun iznine tabi tutulmuştur. SPKn m. 17/(3)'te ise halka açık şirketlerin, ilişkili tarafları ile gerçekleştirecekleri SPKn tarafından belirlenecek nitelikteki işlemlere başlamadan önce, yapılacak işlemin esaslarını belirleyen bir yönetim kurulu kararı almaları zorunlu olduğu düzenlenmiştir. SPKn'nın bu kapsamda çıkarmış olduğu (II-17.1) Sayılı Kurumsal Yönetim Tebliği'nde ilişkili taraf, Türkiye Muhasebe Standartlarında tanımlanan ilişkili taraf olarak tanımlanmıştır. İlişkili taraf işlemlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz: Şimşek, B. (2023). *Anonim Şirketlerde İlişkili Taraf İşlemleri*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.; Cankat, R. (2022). *Anonim Ortaklıklar Hukukunda İlişkili Taraf İşlemleri*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.; Aksoy, M. A. (2017). "Sermaye Piyasası Kanunu'nun İlişkili Taraf İşlemi Düzenlemelerinin 6102 Sayılı TTK'nın Ortaklıklar Topluluğu Hükümleri Açısından Değerlendirilmesi". *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 3(2), 23-40.

⁸⁶⁹ Örtülü kazanç aktarımı ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: Manavgat, Ç. (2015). "Örtülü Kazanç Aktarımının Ortaklıklar Topluluğu Düzenlemelerindeki Sınırları". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, C:XXXI, Sa:1, Mart 2015, s.86-105.; Duran, A. (2021). *Örtülü Kazanç Aktarım Yasağı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.; Günay, E. D. (2018). *Sermaye Piyasası Hukukunda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.; Kaya, A. (2013). "Halka Açık Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağı (SerPK m.21)", *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, C.LXXI(2), 193-204.

⁸⁷⁰ Gormley/Matsa, agm, 432.

oldukları gücün azalmasına sebep olması dolayısıyla çıkar çatışması yaratmaktadır⁸⁷¹.

İlaveten, şirketin hızlı bir şekilde büyümesinde yöneticilerin önemli menfaatleri bulunmaktadır⁸⁷². Şirkette meydana gelen büyüme hem yöneticilerin güçlerini artırmakta hem de büyüme ile orantılı olarak sağlanan maddi haklarında artış sağlamaktadır⁸⁷³. Bu bakımdan, yöneticilerin şirketin elindeki serbest nakit akışını⁸⁷⁴, pay sahiplerine ödemeye tercihen gereksiz yatırımlarda kullanması veya etkin olmayan bir şekilde kullanması bakımından pay sahipleri ile yöneticiler arasında bir menfaat çatışması bulunmaktadır⁸⁷⁵.

Türk hukukunda yönetim kurulu ile şirket ve pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesine ve etkisinin en aza indirilmesine yönelik çeşitli kanuni mekanizmalar söz konusudur. Bu düzenlemelerin incelenmesi bu tezin konusunu oluşturmaya da kısaca değinmenin faydalı olacağı kanaatindeyiz. Bu bağlamda, TTK'da düzenlenmiş olan yönetim kurulunun ve yöneticilerin özen ve bağlılık yükümlülüğü⁸⁷⁶, yönetim kurulu üyelerinin tâbi olduğu müzakerelere katılma yasağı⁸⁷⁷, yönetim kurulu üyesinin şirketle işlem yapma yasağı⁸⁷⁸, yönetim kurulu üyelerinin şirkete borçlanma yasağı⁸⁷⁹, yönetim kurulu üyelerinin şirketle rekabet

⁸⁷¹ Jensen, Agency Cost, 323.

⁸⁷² Öğretide genellikle şirketin değerinin artmasının doğrudan şirket menfaatine olduğu değerlendirilmesi yapılmaktadır. Bkz: Korkut, Ö. (2007). "Anonim Şirketlerde Şirket Menfaati Kavramının Somutlaştırılması". *Çukurova Üniversitesi İİBF Dergisi*, 11(2), 1-9; Uras, G. (2005). "Kapitalizmde Şirket Başarısının Ölçüsü Hisse Senedinin Değeri ve Temettüdü". *Milliyet Business*, S 84. Bununla birlikte, yatırımcı (pay sahibi) menfaatinin de en az şirket menfaati kadar önemli olduğu gözden kaçırılmamalıdır.

⁸⁷³ Jensen, Agency Cost, 323.; Murphy, K. J. (1985). "Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis." *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11-42. Chen/Sougiannis, agm, 253.

⁸⁷⁴ Muhasebe literatüründe serbest nakit akışı (free cash flow) olarak isimlendirilen bu kalem giderler, sermaye harcamaları ve işletme sermayesi olarak gereken tutarlar düşüldükten sonra şirketin sahip olduğu nakdi ifade etmektedir. Bkz: Ayanoğlu, Y., & Rımaz, M. (2020). "Sermaye Yapısı-Serbest Nakit Akışları İlişkisi: BİST 100'deki İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerinde Bir İnceleme". *Muhasebe ve Denetime Bakış*, 20(60), 19-36.

⁸⁷⁵ Jensen, Agency Cost, 323.; Wright/Ferris, agm, 1885.; Morellec/Smith, agm, 2.

⁸⁷⁶ TTK m. 369/1. "Yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler, görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirmek ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek yükümlülüğü altındadırlar." Yönetim kurulu üyesinin ve yöneticilerin tâbi olduğu bu özen ve bağlılık yükümlülüğünün, şirket ile yönetim kurulu arasındaki ilişkin bir vekâlet ilişkisi olduğu nazara alındığında TBK m. 506 kapsamında da söz konusu olduğunu ifade etmek gerekir.

⁸⁷⁷ TTK m. 393.

⁸⁷⁸ TTK m. 395/1.

⁸⁷⁹ TTK m. 395/2.

yasağı⁸⁸⁰, halka açık şirketler bakımından içerden öğrenenlerin ticareti yasağı⁸⁸¹, yönetim kurulunun pay sahiplerinin özellikle vazgeçilemez nitelikteki haklarını ihlal eden veya bunların kullanılmasını güçleştiren ya da kısıtlayan kararlarının batıl olması⁸⁸², yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin kanundan ve esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal etmeleri halinde şirkete ve şirket pay sahiplerine verdikleri zararlardan sorumlu olmaları⁸⁸³, halka açık ortaklıklar bakımından geçerli olan kurumsal yönetim ilkeleri⁸⁸⁴, halka açık ortaklıklar bakımından söz konusu olan bağımsız yönetim kurulu düzenlemeleri⁸⁸⁵ gibi düzenlemeler pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki menfaat çatışmalarının yönetilmesi amacıyla matuf olan düzenlemeler olarak nitelendirilebilecektir.

Özellikle pay sahibi sayısı fazla olan şirketlerde, şirketin yönetimi ve denetimi bakımından, pay sahiplerinin birbirlerinin bu konudaki çalışması konusundaki bedavacılık⁸⁸⁶ sorununun bir menfaat çatışması meselesi olarak ortaya çıktığını belirtmek gerekir.⁸⁸⁷ Girişim şirketleri bakımından “güç boşluğu” yaratan⁸⁸⁸ bu sorun, girişim şirketinin birden fazla yatırım alması ve farklı kademelerde pay sahiplerine sahip olması durumunda ortaya çıkmaktadır.

⁸⁸⁰ TTK m. 396.

⁸⁸¹ SPKn m. 106.

⁸⁸² TTK m. 391.

⁸⁸³ TTK m. 553/1.

⁸⁸⁴ Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1).

⁸⁸⁵ SPKn m. 17, Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1).

⁸⁸⁶ Ekonomi literatüründe bedavacılık sorunu (*free rider problem*) olarak isimlendirilen ve daha çok kamu malları bakımından söz konusu olan bu sorun, kolektif faaliyetlerin söz konusu olduğu yapılarda bireylerin kendi üzerlerine düşen görevleri yerine getirmeyip diğer paydaşlara dayanmaları durumunu ifade etmektedir. Detaylı bilgi için bkz: Kim, O., & Walker, M. (1984). “The Free Rider Problem: Experimental Evidence.” *Public Choice*, 43(1), 3-24.; Asch, P. And G. A. Gigliotti. (1991). “The Free Rider Paradox: Theory, Evidence, and Teaching”, *The Journal of Economic Education*, 22(1), 3338.; Groves, T. & J. Ledyard (1977) “Optimal Allocation of Public Goods: A Solution to The Free Rider Problem”, *Econometrica*, 45, 783810; Seçilmiş, İ. E., & Güran, M. C. (2010). “Kamusal Malların Sağlanmasında Bedavacılık Problemi ve Deneysel İktisat Uygulamaları Perspektifinden Değerlendirilmesi”. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 221256.

⁸⁸⁷ Gorton, G., Schmid, F. (1999). “Corporate Governance, Ownership Dispersion and Efficiency: Empirical Evidence From Austrian Cooperative Banking”. *Journal of Corporate Finance* 51999, 119–140, s. 120.; Berle, A. A. & C. Means, G. (1933). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Co., s. 47 vd.; Dharwadkar, R., Goranova, M., Brandes, P., & Khan, R. (2008). “Institutional Ownership and Monitoring Effectiveness: It's Not Just How Much But What Else You Own”. *Organization Science*, 19(3), 419-440.

⁸⁸⁸ TTK'nın genel gerekçesinde bu durum için “güç boşluğu” kavramı kullanılmaktadır.

Sonuç olarak, anonim şirketlerde yöneticiler ile pay sahipleri arasında şirketin uzun vadeli faaliyetlerini etkileyen ciddi bir menfaat çatışması bulunduğunu⁸⁸⁹ ve bu menfaat çatışmasının kurumsal yönetimin başlangıç noktası olduğunu⁸⁹⁰ ifade etmek mümkündür. Girişim şirketleri özelinde, şirket yönetimini elinde bulunduran girişimci ile pay sahibi olan yatırımcı arasında menfaat çatışması bulunmaktadır. Girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışması bu tezin devam eden kısımlarında detaylı olarak incelenecektir.

2. Azlık pay sahipleri ile hâkim pay sahipleri arasındaki (yatay) menfaat çatışması

Anonim şirketler bakımından söz konusu olan bir diğer menfaat çatışması, azlık pay sahibi ile kontrolü elinde bulunduran pay sahipleri arasında söz konusu olmaktadır. Bu menfaat çatışması türü öğretilde, yatay (*horizontal*) menfaat çatışması olarak da isimlendirilmektedir⁸⁹¹. Yukarıda ifade edildiği üzere, şirket içerisinde yönetim yetkisi yönetim kuruluna aittir ve genel kurul yönetim anlamında sınırlı bir yetkiye sahiptir⁸⁹². Bununla birlikte, genel kurulun sahip olduğu esas sözleşmenin değiştirilmesi, esas sermaye sisteminde sermayenin azaltılması veya artırılması, yönetim kurulunun ve denetçinin atanması ve görevden alınması, birleşme ve bölünme işlemlerine karar verilmesi, yönetim kurulunun ibrası gibi yetkiler şirketin faaliyetleri ve yönetilmesi bakımından son derece önemlidir⁸⁹³.

Şirketler hukukuna hâkim olan çoğunluk prensibine göre, çoğunluk pay sahipleri şirketin yönetimi bakımından meşru bir hakka sahiptir⁸⁹⁴. Bununla birlikte,

⁸⁸⁹ Jerzemowska, M. (2006). "The Main Agency Problems and Their Consequences". *Acta Oeconomica Pragensia*, 14(3), 9-17.

⁸⁹⁰ Kaşak, E. (2019). *Anonim Şirketlerde Genel Kurul ile Yönetim Kurulu Arasındaki Yetki Dağılıma İlişkin Temel Esaslar*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 436.

⁸⁹¹ Gogineni/Linn/Yadav, agm, 1238.

⁸⁹² TTK m. 365'e göre, istisnalar saklı kalmak kaydıyla, anonim şirket, yönetim kurulu tarafından yönetilir ve temsil olunur. Bu durum sadece Türk Hukukunun da içerisinde olduğu Kıta Avrupası Hukuk Sisteminde değil, Anglo Sakson Hukuk Sisteminde de böyledir. Bkz. Hannigan, Brenda (2016). *Company Law*. Oxford University Press, USA, p. 418.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I, s 529.; Pulaşlı, Şerh II, 865.

⁸⁹³ Davies, Paul. L./Worthington, Sarah/Micheler, Eva. (2012). *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law* (Vol. 20088), London, Sweet & Maxwell, s. 435.; Hannigan, 418.

⁸⁹⁴ Kaya, M. İ. (2007). "Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)". *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XI, 307-332; Şirketler hukukunda çoğunluğun şirketi yönetmesi konusundaki hakkı şirketler hukuku demokrasisi (corporate democracy) olarak isimlendirilmektedir. Bkz. Barker, R., & Chiu, I. H. Y. (2015). "Protecting

öğretide yaygın olarak kabul edildiği üzere, hâkim ortağın çoğunlukla azlık ortağın aleyhine olacak şekilde hakimiyeti neticesinde elde ettiği özel faydalar (*private benefits of control*) bulunmaktadır⁸⁹⁵. Çoğunluğun sahip olduğu hakimiyeti azlığın aleyhine kullanması⁸⁹⁶ hem azlık pay sahipleri açısından hem de doğru işleyen bir ekonomik sistem açısından son derece sakıncalıdır⁸⁹⁷. Hâkim ortakların; şirket esas sözleşmesinin azlık aleyhine değiştirilmesi, esas sermayenin artırılması suretiyle azlığın sahip olduğu pay oranının sulandırılması⁸⁹⁸, yönetim kurulu üyelerine fazladan menfaat sağlanması, kontrole sahip pay sahipleri ile şirket aleyhine ilişkili taraf işlemleri gerçekleştirilmesi, azlık pay sahiplerinin şirket yönetimindeki rolleri bakımından sahip oldukları beklentiye aykırı hareket edilmesi⁸⁹⁹, azlık pay sahiplerinin paylarını devretmeye zorlanması, azınlığın şirketten ayrılmaya zorlanması⁹⁰⁰, şirket açısından uygun olmayan koşullarda birleşme veya bölünme işlemlerinin gerçekleştirilmesi, şirket kârının ve mal varlığının hâkim ortak lehine olacak şekilde şirket dışına çıkarılması⁹⁰¹, gibi azlık pay sahipleri aleyhine gerçekleştirebilecekleri birçok işlem söz konusudur. Bütün bu olasılıklar, anonim şirketlerde azlık pay sahipleri ile hâkim pay sahipleri arasında bir menfaat çatışmasının söz konusu olduğunu göstermektedir⁹⁰².

Minority Shareholders in Blockholder-Controlled Companies: Evaluating the UK's Enhanced Listing Regime in Comparison With Investor Protection Regimes in New York and Hong Kong". *Capital Markets Law Journal*, 10(1), 98-132.

⁸⁹⁵ Enriques, L., Hansmann, H., Kraakman, R., & Pargendler, M. (2017). "The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-shareholder Constituencies". iç Kraakman, R. ve diğerleri. s. 79.; Hakimiyetin özel faydaları için bkz: Nenova, T. (2003). "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis". *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325-351.; Dyck, A., & Zingales, L. (2004). "Private Benefits of Control: An International Comparison". *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.; Coffee, J. C. Jr. (2001). Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control. *Columbia Law School: The Center for Law and Economic Studies*, Working Paper No. 183.

⁸⁹⁶ Bu durumu çoğunluğun tiranlığı olarak nitelendirmek mümkündür. Barker/Chiu, p. 101.

⁸⁹⁷ Kaya, M.İ (2014). "Pay Sahiplerinin Anonim Şirket Genel Kurulunda Temsil Edilmesi" *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 30(4), 43-95.

⁸⁹⁸ Manavgat, Halka Arz, 387.

⁸⁹⁹ Kershaw, D. (2012). *Company Law in Context: Text and Materials*, Oxford University Press, s. 583-585; O'Neal, F. H. (1987). "Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights". *Clev. St. L. Rev.*, 35, 121.

⁹⁰⁰ Manavgat, Halka Arz, 387.

⁹⁰¹ Manavgat, Halka Arz, 386.; Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). "Tunneling". *American Economic Review*, 90(2), 22-27.

⁹⁰² Göktürk, Muhalefet Şartı, 53-78.; Armour/Hansmann/Kraakman, Agency Problems, 79-102.

Ayrıca, azlığın haklı beklentilerinin⁹⁰³ dikkate alınmaması da azlık haklarının çoğunluk tarafından ihlali olarak nitelendirilmektedir⁹⁰⁴. Haklı beklentiler teorisi, azlık pay sahiplerinin kâr payı dağıtılması gibi konulardaki beklentilerinin çoğunluk pay sahipleri tarafından dikkate alınmaması olarak tanımlanmaktadır⁹⁰⁵. Burada aslında çoğunluğun hukuka aykırı bir fiili söz konusu olmaksızın azlığın menfaatlerinin ihlalinin söz edilmektedir.

Anonim şirket pay sahipleri arasındaki bu menfaat çatışmasının yönetilmesi şirketin varlığı, faaliyetleri ve başarısı bakımından son derece önemlidir⁹⁰⁶. Azlık hissedarlar bakımından yeterli bir koruma sağlayamayan hukuk sisteminin yatırım iştahını azaltacağı ve cazip bir yatırım ortamı sağlayamayacağı açıktır⁹⁰⁷. Azlığın korunması sadece yatırım ortamının iyileştirilmesi açısından değil, alacaklılar, çalışanlar, devlet gibi birçok paydaş açısından da son derece önemlidir. Bu sebeple, birçok hukuk sisteminde şirketler hukuku azlığın korunması bakımından çeşitli hukuki mekanizmalar düzenlemektedir.

TTK'da yer alan azlığın⁹⁰⁸ genel kurulu toplantıya çağırma ve genel kurul toplantı gündemine madde eklenmesini talep etme hakkı⁹⁰⁹, azlığın finansal tabloların müzakeresinin ve buna bağlı konuların ertelenmesini talep etme hakkı⁹¹⁰, pay sahibinin bilgi alma ve inceleme hakkı⁹¹¹, pay sahibinin özel denetim isteme

⁹⁰³ Uluslararası literatürde 'reasonable expectations' olarak isimlendirilmektedir.

⁹⁰⁴ Türk şirketler hukukunda haklı beklentiler teorisi yaygın bir karşılık görmemiştir. Anonim şirketin haklı sebeple feshinin düzenlendiği TTK m. 531 gerekçesinde de, İsviçre öğretisinden hareketle genel kurulun birçok kez kanuna aykırı bir şekilde toplantıya çağırılmış olması, azlık hakları ile bireysel hakların devamlı ihlali, özellikle bilgi alma ve inceleme haklarının engellenmesi, şirketin sürekli zarar etmesi, dağıtılan kâr payının düzenli azalması, haklı sebep teşkil ettiği buna karşılık varsayımlar ve olumsuz beklentiler haklı sebep sayılmamış olduğu ifade edilmiştir. Bu çalışmanın yapıldığı tarih itibarıyla da azlığın veya pay sahiplerinin ortak oldukları şirketten olan beklentilerinin ihlalinin herhangi bir yargı kararında da haklı sebeple olarak tanımlandığı bir örneğe rastlanmamıştır.

⁹⁰⁵ Art, agm, 373.

⁹⁰⁶ Yong, C. (2012). "On Protection of Rights and Interests of Minority Shareholders in Listed Company", *International Journal of Business Administration*, 3, 2- 54.

⁹⁰⁷ Yong, s. 54-55.

⁹⁰⁸ Genel kurulun toplantıya çağırılması hakkının belirli koşullar altında tek bir pay sahibi tarafından kullanılması da mümkündür. Kaya, M. İ. (2015). "Anonim Şirkette Tek Bir Pay Sahibinin Genel Kurulu Toplantıya Çağırması." *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı*, Banka ve Tic. Huk. Araş. Enst., 403-434.

⁹⁰⁹ TTK m. 411.

⁹¹⁰ TTK m. 420.

⁹¹¹ TTK m. 437.

hakkı⁹¹², pay sahibinin kanuna, esas sözleşmeye ve dürüstlük kuralına aykırı genel kurul kararlarının iptalini isteme hakkı⁹¹³, pay sahibinin sermaye artırımında sahip olduğu rüçhan hakkı⁹¹⁴, şarta bağlı sermaye artırımında pay sahiplerinin korunmasına ilişkin düzenlemeler⁹¹⁵, azlığın nama yazılı pay senetlerinin basılmasını talep etme hakkı⁹¹⁶, azlığın şirketin haklı sebeple feshini talep hakkı⁹¹⁷, azlığın kurucuların, yönetim kurulu üyelerinin, denetçilerin, şirketin kuruluşundan ve sermaye artırımından doğan sorumluluklarının ibrasını veto etme hakkı⁹¹⁸, kayıtlı sermaye sistemine sahip halka açık şirketlerde pay sahiplerinin yönetim kurulunun sermaye artırımına ilişkin kararlarına karşı iptal davası açma hakkı⁹¹⁹, halka açık şirketlerde söz konusu olan pay alım teklifi zorunluluğu⁹²⁰ gibi haklar ve hukuki müesseseler azlığın kanuni olarak korunması amacına matuftur. Ayrıca, TTK m. 553'te düzenlenmiş olan yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu müessesesi, şirket yöneticilerinin kendi menfaatlerini şirket menfaatlerine göre önceliklendirerek şirketi zarara uğratmalarını engelleme amacını taşımaktadır⁹²¹. TTK'da düzenlenmiş olan bu azlık haklarına ilave olarak, pay sahiplerinin kendi aralarındaki düzenlemelerle ilave azlık hakkı yaratması da mümkündür. Örneğin, azlığın kullanacağı olumsuz oy veya toplantıya katılmaması veya çekimser kalması ile bir genel kurul kararının oluşmasına engel olması öğretide bir azlık hakkı olarak kabul edilmektedir⁹²².

Azlık haklarının korunmasına ilişkin hukuki araçların incelenmesi ve bunların etkinlik analizinin yapılması bu çalışmanın konusunu oluşturmadığı için bu konuya

⁹¹² TTK m. 438 vd.

⁹¹³ TTK m. 445 vd.

⁹¹⁴ TTK m. 461.

⁹¹⁵ TTK m. 466.

⁹¹⁶ TTK m. 486/3.

⁹¹⁷ TTK m. 531.

⁹¹⁸ TTK m. 559.

⁹¹⁹ SPKn m. 18/6.

⁹²⁰ SPKn m. 26.

⁹²¹ Akın, M. Y., Sulu, M. (2019). “Yönetim Kurulu Üyelerinin Menfaati ile Şirket Menfaatinin Çatışması Bağlamında Sorumluluk”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 25, 169-184.

⁹²² Birsnel, M. (1970). “Anonim Şirketlerde Azınlık Hakları”, *İmran Öktem'e Armağan*, Ankara. s. 632.; Kısa, U. (2003). “Anonim Ortaklıkta Yaşanan Çıkar Çatışmasının Azınlıkta Kalanlara Zarar Vermemesi İçin Öngörülen Önleyici Hukuki Araçlar”, *Prof. Dr. Ünal Tekinalp'e Armağan*, İstanbul, s. 522; Moroğlu, E. (1994). “Anonim ortaklıkta çoğunluk pay sahiplerinin azınlık ve imtiyazlı pay sahiplerine karşı korunması”. *BATIDER*, 17, 51.

atıf yapmakla yetiniyoruz⁹²³. Bununla birlikte, küçük yatırımcının korunması bakımından azlık haklarının sahip olduğu önemin altının çizilmesi gerekmektedir.

Özellikle girişimcilik ekosisteminde, yatırımcı tercihlerinin genellikle azınlıkta kalma ve kademeli olarak pay sahipliği oranını artırma şeklinde olduğu dikkate alındığında, azlık haklarının korunması, başka bir ifade ile hâkim pay sahipleri niteliğindeki girişimciler ile azlık pay sahibi niteliğindeki yatırımcılar arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesi azami önemdedir. Bu bakımdan, girişimciliğin finansmanına özgü sözleşmeler bakımından yatırımcı tercihi, genellikle, azlık haklarının korunmasına ilişkin kanuni düzenlemelere ilave bir kısım sözleşmesel düzenlemelerin gerçekleştirilmesi yönündedir. Ayrıca, yatırımcının öncelikli olarak yatırım yaptığı girişim şirketinin değerinin artırılması yönünde menfaat sahibi olduğu dikkate alındığında, azlığın korunmasına ilişkin hukuki araçların etkinliğinin ve içerdiği risklerin de mutlaka dikkate alınması gerekmektedir.

C. Menfaat Çatışması ve Şirketler Bakımından Yarattığı Maliyet

Farklı hukuk sistemlerinde farklı seviyelerde de olsa, vekâlet sorununun şirketler ve şirket paydaşları bakımından olumsuz bir tesir yarattığı ve bu sorunun etkilerinin en aza indirilmesinin önemli olduğu görülmektedir⁹²⁴. Vekâlet sorununun yarattığı maliyet, Türkçeye “vekâlet maliyeti” olarak çevirebileceğimiz “agency cost” olarak isimlendirilmektedir. Vekâlet sorunu, başka bir ifadeyle şirket

⁹²³ Türk Hukukunda azlık haklarının korunmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz. Dural, A. (2003). “Anonim Şirkette Olumsuz Azınlık Haklarının Düzenlenmesi”, *Prof. Dr. Ünal Tekinap’e Armağan*, İstanbul, s.179 vd.; Ayoğlu T. (2013). “Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi”. *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* (Oğuz İmregün’e Saygı Sempozyumu) 219-252.; Çamoğlu E. (2011). ‘6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili’, *Halil Arslanlı Bilim Arşivi*, <http://arslanlibilimarsivi.com/sites/default/files/makale/Ersin%20CamogluAnonimOrtaklikYonetimKurulundaBelirli%20Grupların%20Temsili.pdf> >; Ulusoy E. (2016). (edr). *Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları* (2. Bası), Ankara: Bilge Yayınevi.; Helvacı, M. (1998). "Anonim Ortaklıkta Ticaret Kanunundan Kaynaklanan Azınlık Haklarının Hukuki Niteliği ve Tanımı," iç *Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, ss. 297-310.; İmregün O. (1962). *Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri*. İsmail Akgün Matbaası.; Sümer A. (1991). *Anonim Ortaklıklarda Azınlık Haklarının Korunması ve Anonim Ortaklığın Haklı Nedenlerle Feshi*. İsmail Akgün Vakfı.; Şahin A. (2013). *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.; Tekinalp Ü. (1988). ‘Otuz Yıllık Uygulamanın Işığında Azınlık Hakları Sisteminin ve Uygulamasının Değerlendirilmesi’ iç *TTK’nın 30. Yıl Semineri*. İstanbul Sanayi Odası, 229-254.; Veziroğlu C. (2018). “Buy-out of the Oppressed Minority’s Shares in Joint Stock Companies: A Comparative Analysis of Turkish, Swiss and English Law” *19 European Business Organization Law Review*, 1, 527-540.

⁹²⁴ Jensen/Meckling, agm, 308.

yöneticileri ile sahiplerinin farklılaşması, doğası gereği bu maliyetin kaynağını teşkil etmektedir⁹²⁵.

Vekâlet sorunu şirketler bakımından temelde üç farklı maliyet yaratır. Asılın, vekâlet maliyetini azaltmak maksadıyla vekile sağlamış olduğu teşvikler ortaya çıkan maliyet türlerinden biridir⁹²⁶. Anonim şirketler bakımından, şirket ile şirket yöneticilerinin menfaatlerini aynılaştırmaya/yakınlaştırmaya yarayan primler, kâr payları, hisse opsiyonu gibi mekanizmalar bu teşvikler arasında sayılabilecektir. Bu yöntemle, asıl ile vekilin menfaatlerinin ortaklaşması ve doğru bir ifade ile şirketin faaliyetleri bakımından ortak bir amaç oluşturulması sağlanmaya çalışılmaktadır.

Özellikle dikey menfaat çatışması çerçevesinde, vekâlet sorununun yarattığı bir diğer maliyet ise denetim ve gözetim maliyetidir⁹²⁷. Şirket'te yapılan iç ve dış denetimler, şirket yönetim kurulunda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin atanması gibi mekanizmalar bu anlamda ortaya çıkan maliyete örnek olarak gösterilebilecektir. Gerçekleştirilen denetim ve gözetim ile temel olarak, asıl ile vekil arasındaki bilgi asimetrisi giderilmeye ve böylece asıl ile vekilin yakın bilgi seviyelerinde olması sağlanmaya çalışılmaktadır⁹²⁸.

Son olarak, vekâlet sorununun ortaya çıkardığı, yukarıda açıklanmış olan teşvik ve denetim mekanizmaları ile ortadan kaldırılması mümkün olmayan maliyet ise, bakiye maliyet olarak tercüme edilebilecek olan 'residual loss' kavramı ile ifade edilmektedir. Bakiye maliyet, şirketin büyümesi, kârını artırması ve/veya kâr payı olarak pay sahiplerine dağıtılması için kullanılacak olan kaynakların yöneticiler

⁹²⁵ Jerzemowska, agm, 10.; Moyer, R.C., Mcguigan, J. R., Kretlow, W. J. (1992). *Contemporary Financial Management*. West Publishing Company, s 517.; Campbell, J. T., Campbell, T. C., Sirmon, D. G., Bierman, L., & Tuggle, C. S. (2012). "Shareholder Influence Over Director Nomination via Proxy Access: Implications For Agency Conflict And Stakeholder Value". *Strategic Management Journal*, 33(12), 1431-1451; Davies, Company Law, 110. Cheffins, agm, 92-93.; Kırca/ŞehiralıÇelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 270.

⁹²⁶ Jensen/Meckling, agm, 308.; Kobb, age, 26.; Kleinschmidt, age, 45.; Çakalı, agm, 22.

⁹²⁷ Jensen/Meckling, agm, 308.; Kasbar, M. S. H., Tsitsianis, N., Triantafylli, A., & Haslam, C. (2023). "An Empirical Evaluation of The Impact Of Agency Conflicts on the Association Between Corporate Governance and Firm Financial Performance". *Journal of Applied Accounting Research*, 24(2), 235-259; Kobb, age, 26.; Hope, O. K., Langli, J. C., & Thomas, W. B. (2012). "Agency Conflicts and Auditing in Private Firms". *Accounting, Organizations and Society*, 37(7), 500-517. Kleinschmidt, age, 45.; Çakalı, agm, 22.

⁹²⁸ Kleinschmidt, age, 45.

tarafından kullanılmasını ifade etmektedir⁹²⁹. Burada, şirketin tasfiye bakiyesine yansıyan net bir zarar söz konusu olmaktadır. Bu çerçevede, vekâlet sorunu dolayısıyla şirketin değerindeki ve/veya gelirlerinde meydana gelen azalmayı bu kapsamda değerlendirmek mümkündür⁹³⁰. Yukarıda da ifade edildiği üzere, vekâlet sorunu teorisi temel olarak vekilin kendi menfaatini şirket menfaatine önceleyeceğini kabul eder ve bu kabul neticesinde de şirketin değerinin azalması kaçınılmazdır. Başka bir ifade ile iyi yönetilmeyen bir menfaat çatışması, şirket değerinin azalmasına ve faaliyetlerinin olumsuz etkilenmesine neden olur.

Bir şirket bakımından ortaya çıkan vekâlet maaliyeti, şirketin büyüklüğü, faaliyet alanı, yönetim yapısı, faaliyet gösterdiği alandaki düzenlemelerin karmaşıklığı gibi birçok etkene bağlıdır. Bu bakımdan, şirket yöneticilerinin yükümlülüklerinin artması ve karmaşıklaşması bilgi asimetrisini ve dolayısıyla vekâlet maliyetini artırmaktadır⁹³¹.

Sonuç olarak, menfaat çatışmalarının ve bunların yönetilmesinin şirket bakımından hayati önemde olduğunu söylemek mümkündür. Gerçekten, şirket yönetimi ile pay sahipleri arasındaki veya şirket pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları şirketin değerini ve ticari faaliyetlerini yakından etkilemektedir⁹³². Şirket içerisindeki menfaat çatışmasının yönetilmesi, şirketin uzun ömürlü olması, gelişmesi ve bütün menfaat sahiplerinin menfaatlerinin korunması bakımından kritik önemdedir⁹³³.

D. Menfaat Çatışması Teorisinin Türk Hukukunda Uygulanabilirliği

⁹²⁹ Beisland, L. A., Pascal Ndaki, D., & Mersland, R. (2019). "Influence of Ownership Type and CEO Power on Residual Loss: Evidence From The Global Microfinance Industry". *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 48(5), 998-1022.

⁹³⁰ Da Silveira/Dias, age, 71.

⁹³¹ Armour/Hansmann/Kraakman, Agency Problems, 30.; Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri, 115.; Ross, S. A. (1973). "The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem". *The American Economic Review*, 63(2), 134-139.

⁹³² Akın, İ. (2013). "TTK M. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması". *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XVII, 1, 1-20. Şehirli Çelik, F. H. (2008). *Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler*. Ankara: Yetkin, s. 51-52.

⁹³³ Yong, agm, 54.; Korkut, Ö. Agm, s. 2.; Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri, 88-89.

1. Genel çerçeve ve pay sahipliği yapısının etkisi

Yukarıda açıklandığı üzere, anonim şirketlerde azlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasında ve pay sahipleri ile yöneticiler arasında olmak üzere iki tür menfaat çatışması yaygın olarak gözlemlenmektedir. Şirketin sahip olduğu pay sahibi yapısı, ortaya çıkacak olan menfaat çatışmaları bakımından hem bir sebep hem de bir sonuçtur⁹³⁴. Başka bir ifadeyle, bir hukuk sisteminde hangi tip menfaat çatışmasının yaygın olduğu ilgili ülkedeki şirketlerin pay sahipliği yapısı ile yakından ilgilidir⁹³⁵.

Anonim şirketlerde pay sahipliği yapısı ile şirket hissedarlarının dağılımı ifade edilmektedir. Şirketin payları belirli ve küçük bir grup elinde toplanmışsa ve bu grup fiili olarak şirketi yönetiyorsa yoğunlaşmış pay sahipliği söz konusu olmaktadır⁹³⁶. Bununla birlikte, şirket payları daha büyük bir gruba dağılmışsa ve yönetim bakımından bir yoğunlaşma söz konusu değilse dağılmış pay sahipliği olarak Türkçe'ye çevirebileceğimiz '*dispersed ownership*' söz konusu olmaktadır.

Öğretideki kabule göre, yoğunlaşmış pay sahipliği yapısında ortaya çıkan temel menfaat çatışması çoğunluğa sahip ortaklarla azlık ortaklar arasındayken, dağılmış pay sahipliği yapısındaki temel menfaat çatışması ortaklarla yöneticiler arasında ortaya çıkmaktadır⁹³⁷.

Dağınık pay sahipliği yapısındaki şirketlerde yöneticiler, sahip oldukları bilgi ve güç dolayısıyla, yetkilerini istismar etme eğilimi göstermekte ve bu durum pay sahipleri ile yöneticiler arasındaki menfaat çatışmasını ortaya çıkarmaktadır⁹³⁸.

⁹³⁴ Berle/Means, 69.; Da Silveira, A. D. M., & Dias, A. L. (2010). "What is the Impact of Bad Governance Practices in A Concentrated Ownership Environment?". *International Journal of Disclosure and Governance*, 7, 70-91.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 253.

⁹³⁵ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 253.;

⁹³⁶ Coffee, J. C. (2010). "Dispersed Ownership: the Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between 'Lumpers' and 'Splitters'". *Columbia Law and Economics Working Paper*, (363). s 2.

⁹³⁷ Veturuzzo, M./Conac, P.-H./Goto, G./ Mock, S./Notari, M./Reisberg, A. (2015). *Comparative Corporate Law*, West Academic, s. 32; Berle/ Means, s. 3 vd.; Armour/Hansmann/Kraakman, Agency Problems, 29.; Renders, A., & Gaeremynck, A. (2012). "Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies". *Corporate Governance: an International Review*, 20(2), 125-143; Coffee, agm, 2-3. Da Silveira/Dias, age, 71. Davies, Company Law, 103-104.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 253-254.

⁹³⁸ Manavgat, Halka Arz, 151. Armour/Hansmann/Kraakman, Agency Problems, 29-30.; Stevenson, S. (2001). "The Venture Capital Solution To The Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties." *Duke Law Journal*, 51(3), 1139-1178, (Venture Capital Solution); Art, R. C. (2003). "Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and

Yoğunlaşmış pay sahipliği yapısına sahip olan şirketlerde ise, çoğunluğa sahip olan hissedarlar, sahip oldukları yönetim hakları dolayısıyla azlık pay sahiplerinin haklarını istismar etme eğilimi göstermekte ve bu durum da azlık ile çoğunluk arasındaki menfaat çatışmasını doğurmaktadır⁹³⁹. Ayrıca, yoğunlaşmış mülkiyet yapısına sahip şirketlerde, azınlık hissedarlar (genellikle) hâkim hissedarları ve şirket yönetimini etkileyecek yeterli güce sahip değildir ve bu çoğunluğun azınlığın aleyhine hareket etmesine olanak tanımakta ve çoğunluğu bu doğrultuda motive etmektedir⁹⁴⁰. Özellikle yoğunlaşmış pay yapısına sahip şirketlerde, azlık pay sahibinin şirket çalışanı olması veya azlık pay sahibinin en önemli gelir kaynağının şirketten aldığı kâr payı olması durumunda, şirket paylarının paraya çevrilme hızının düşük olması gibi sebepler çoğunluğun azlık üzerindeki etkisini ve menfaat çatışmasını daha şiddetli bir şekilde ortaya çıkarmaktadır⁹⁴¹.

Şirketlerin dağınık pay sahipliği yapısına sahip olduğu ülkelerde şirketler hukuku, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki menfaat çatışmalarını azaltmayı amaçlar ve bu sorunları daha baskın bir şekilde ele alır. Oysa, yoğunlaşmış pay sahipliği yaygınsa, hukuk sisteminin çoğunluk ve azınlık arasındaki menfaat çatışmalarını ağırlıklı olarak ele alma olasılığı daha yüksektir. Bu çerçevede değerlendirildiğinde, bir ülkedeki şirketler hukuku ve kurumsal yönetim sisteminin, en yaygın olan menfaat çatışmasına bir cevap olarak gelişmekte olduğunu beklemek yanlış olmayacaktır⁹⁴². Başka bir ifade ile, bir ülkede şirketlerin sahip olduğu pay sahipliği yapısı ile yaygın olan menfaat çatışması ve bu kapsamda uygulanan şirketler hukuku ve kurumsal yönetim kuralları arasında önemli bir illiyet bağı bulunmaktadır⁹⁴³.

Reasonable Expectations”. *Journal of Corporation Law*, 28(3), 371-418; Goshen, Z., Hamdani, A. (2019). *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders, Law and Finance of Related Party Transactions*, Cambridge, s. 26.

⁹³⁹ Gilson, R. (2006). “Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating The Comparative Taxonomy.” *Harvard Law Review*, 119, 1651.; Da Silveira/Dias, age, 71.

⁹⁴⁰ Gilson, R./Gordon, J. N (2004). “Controlling Controlling Shareholders” *Penn Law Review* 2004, V.152, s. 785; Armour/Hansmann/Kraakman, s. 30.

⁹⁴¹ Stevenson, *Venture Capital Solution*, 1142.

⁹⁴² Günay, agm, 510.

⁹⁴³ Bebchuk, L. A., & Roe, M. J. (1999). “A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance”. *Stanford Law Review*, 52, 166.; Sáez, M. I., & Riaño, D. (2013). “Corporate Governance and the Shareholders' Meeting: Voting and Litigation”. *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 14(3), 343-399.

Bu bakımdan dağınık pay sahipliği yapısının bir hukuk sistemindeki azlığın korunmasına ilişkin sistemin gelişmişliği ile yakın bir ilgisinin olduğunu söylemek mümkündür⁹⁴⁴. Azlık haklarının korunması bakımından iyi bir sistemin uygulanmakta olduğu ülkelerde yatırımcı davranışı değişmekte ve yatırımcılar şirketin kontrolünü ele geçirmeye yetmeyecek bir oranda pay edinme konusunda daha az kaygı duymaktadırlar. Bununla birlikte, azlık haklarının korunmasına ilişkin sistemin zayıf olduğu ülkelerde ise yatırımcılar, şirketin kontrolünü elde edemeyecekleri yatırımlardan kaçınmaktadırlar.

Yukarıda yer alan bilgileri ampirik araştırma ile test edebilmek için Birleşik Krallık, Almanya ve Türkiye'deki şirketlerin pay sahipliği yapıları örnek olarak incelenmiştir. Birleşik Krallık'ta yer alan şirketlerin önemli bir çoğunluğunun dağınık pay sahipliği yapısına sahip olduğu bilinmektedir⁹⁴⁵. Birleşik Krallık'ta kurumsal yatırımcılığın yaygın olması, kurumsal yatırımcının yaygın bir yatırım davranışı olarak yönetim haklarını aktif olarak kullanmaması neticesinde, dağınık pay sahipliği yapısını güçlendiren sebeplerden biri olarak gösterilmektedir⁹⁴⁶.

Buna karşılık, Almanya ve Türkiye'nin de dâhil olduğu Kıta Avrupası hukuk sisteminde şirketlerin büyük bir çoğunluğu yoğunlaşmış pay sahipliği yapısına sahiptir ve genelde şirketleri kontrol eden bir kişi veya grup bulunmaktadır. Türkiye ve Almanya'da hem halka açık hem de kapalı şirketler bakımından pay sahipliği ciddi şekilde yoğunlaşmaktadır⁹⁴⁷. Türkiye'de aileler şirket yapısının merkezinde yer almakta ve halka açık şirketlerin paylarının yaklaşık beşte dördünü ellerinde

⁹⁴⁴ La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). "Corporate Ownership Around the World". *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.

⁹⁴⁵ Khan, T. (2006). "Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data". *The Economic Journal*, 116(510), C172-C189; Coffee, agm, 3.

⁹⁴⁶ Gedajlovic, E. R. & Shapiro, D. M. (1998) "Management and Ownership Effects: Evidence from Five Countries", *Strategic Management Journal*, 19(6), 549; Davies, P., L./Worthington, S. & Micheler, E. (2012). *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, Vol: 2008, s. 8, Sweet & Maxwell, London. p. 448.; Khan, s. 172.

⁹⁴⁷ Kirchmaier, T. & Grant, J. (2005). "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe" *European Management Review*, 2(3), 232.; Wymeersch, E. & Baums, T. (1969). *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and The United States*. Kluwer Law.; La Porta, R./Lopez-De-S., Florencio/Shleifer, A. (1999) "Corporate Ownership Around the World", *LIV the Journal of Finance*, 54, 492-496.; Gürsoy, G. & Aydoğan, K. (2002). "Equity Ownership Structure, Risk-Taking And Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies." *Emerging Markets Finance & Trade*, 38, 4.

tutmaktadır⁹⁴⁸. Bu çerçevede, Türkiye’de kurulmuş olan şirketlerdeki pay sahipliği yoğunlaşmasının Almanya’nın bile üzerinde olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

Sonuç olarak, bir hukuk sistemindeki pay sahipliği yapısı, o ülkede yaygın olarak ortaya çıkacak olan menfaat çatışması ve bu menfaat çatışmasına karşı ortaya çıkan hukuki düzenlemeleri yakından etkilemektedir. Bütün bunlarla birlikte, şirketler hukuku ve kurumsal yönetim kurallarına ilişkin sistemin tek belirleyicisi olmadığını; ekonomik ve sosyal yapının da hukuk kurallarının şekillenmesinde büyük önem taşıdığını belirtmek gerekir⁹⁴⁹.

2. Menfaat çatışması çerçevesinde, Türk hukukunda çoğunluk pay sahiplerinin güvene dayalı sorumluluğu

Genellikle yoğunlaşmış pay sahipliği yapısındaki şirketlerde söz konusu olan yatay menfaat çatışmasında, hem pay çoğunluğunu hem de yönetimi elinde bulunduran pay sahibi, azlık pay sahibinin haklarını kendi lehine olacak şekilde ihlal edebilmektedir. Bu kapsamda, hâkim ortağın sahip olduğu meşru yönetim hakkının sınırını⁹⁵⁰ ise azlığın korumaya değer menfaati oluşturmaktadır. Azlığın hangi menfaatlerinin korumaya değer olduğunu, başka bir ifadeyle çoğunluğun azlık pay sahiplerinin hakları bakımından sahip olduğu meşru hakkının sınırını, hukuk sistemindeki kanuni çerçeve ve dürüstlük kuralı çerçevesinde çoğunluk pay sahiplerinin güvene dayalı sorumluluğu belirlemektedir.

İngiltere ve Kanada gibi bazı hukuk sistemlerinde pay sahipliği ve pay sahipliğinden doğan haklar, daha çok eşya hukukunun bir unsuru olarak değerlendirilmektedir⁹⁵¹. Bu kapsamda, şirketin çoğunluk hissedarlarının azlığa karşı bir güvene dayalı sorumluluğu bulunduğu (*fiduciary duty*)⁹⁵² kabul

⁹⁴⁸ Yurtoğlu, B. B. (2003) “Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey”, *Turkish Economic Association Discussion Paper* 2003/7, p. 1.; Yurtoğlu, B. B. (2000) “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”. *Emprica*, 27, s. 216.

⁹⁴⁹ Veturuzzo/Conac/Goto/Mock/Notari/Reisberg, age, 32.; Roe, Mark J. (2004) “Modern Politics and Ownership Separation”, Gordon, Jeffrey N/Roe, Mark J. (eds.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press, pp. 269-270.; Roe Mark J. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press, on Demand. pp. 2-15.

⁹⁵⁰ Üçüncü Bölüm, I.B.2, s.218-222.

⁹⁵¹ Davies/Worthington/Micheler, s. 691-692.

⁹⁵² ABD ve İngiltere hukukunda ‘*fiduciary duty*’ olarak kabul edilen bu kavramın Türkçeleştirilmesi güçlük arz etmektedir. Kavram için inançlı mülkiyet esası ve güvene dayalı yükümlülükler

edilmemektedir⁹⁵³. Bu yaklaşım pay sahipliği hakları bakımından sözleşmesel unsuru ön plana çıkarmakta ve kamu müdahalesini asgari seviyeye indirmektedir. Bu noktada İngiltere ve Kanada’da kabul edilmeyen güvene dayalı sorumluluğun hâkim pay sahibinin azlığa karşı sahip olduğu sorumluluk olduğunu, şirket yöneticilerinin şirket pay sahiplerine karşı sorumluluğunun İngiltere ve Kanada’da da söz konusu olduğunu ifade etmek gerekir.

ABD hukukundaki gelişme ise İngiltere ve Kanada’nın tam tersi istikamette olmuştur. Özellikle 1939 tarihinden sonraki yargı kararlarında⁹⁵⁴ bir şirketin paylarını elinde bulunduran çoğunluk pay sahiplerinin, azlığa karşı güvene dayalı sorumluluğunun (*fiduciary duty*) olduğu kabul edilmektedir⁹⁵⁵. ABD hukukunda evrimleşen güvene dayalı sorumluluk, kapalı ve az pay sahipli şirketlerin adi ortaklığa benzeyen, kişilerin ve kişiler arasındaki güven ilişkisinin önemli olduğu şirketlere benzetilmesinden kaynaklanmaktadır⁹⁵⁶. Başka bir ifadeyle, şirket tipi anonim şirket olmasına rağmen, yoğunlaşmış pay sahipliği yapısının söz konusu

kullanılabilecektir. Bu kavramda, bir eşyanın idaresinin güvenline kişi veya kişilere emanet edilmesi söz konusu olduğu için inançlı mülkiyet ifadesi yerine güvene dayalı sorumluluk ve yükümlülük ifadesinin daha uygun olduğunu değerlendiriyoruz.

⁹⁵³ MacIntosh, J. G., Holmes, J., & Thompson, S. (1991). “The Puzzle of Shareholder Fiduciary Duties”. *Canadian Business Law Journal*, 19, 86-137; Flannigan, R. (2012). “Shareholder Fiduciary Accountability.” <https://ssrn.com/abstract=2147519>. s. 2; Cohen, Z. (1991). “Fiduciary Duties of Controlling Shareholders: A Comparative View”. *U. Pa. J. Int’l Bus. L.*, 12, 379-410; Flannigan, R. (2004). “Fiduciary Duties of Shareholders and Directors”. *Journal of Business Law*, 277-302; İngiltere Yüksek Mahkemesinin Brant Investments Ltd. v. KeepRite Inc. (1987) kararı da pay sahiplerinin güvene dayalı ilişkisinin olmadığını belirtmektedir. Bununla birlikte MacIntosh daha eski tarihli bir başka makalesinde İngiltere mahkemelerinin kategorik olarak ‘*fiduciary duty*’ tanımlamasından kaçınsa da işlevsel olarak benzer kurumları kullandığına dikkat çekmektedir. MacIntosh, J. G. (1989). “Minority Shareholder Rights in Canada And England: 1860-1987.” *Osgoode Hall Law Journal*, 27(3), 561-646.

⁹⁵⁴ Bu konuda daha önce verilmiş olan kararlar bulunmasına rağmen, ABD Yargıtay’ının 1939 tarihli Pepper v. Litton 308 U.S. 295 (1939) kararı ABD hukukunda bu anlamda önemli bir kilometre taşı niteliğindedir.

⁹⁵⁵ MacIntosh/Holmes/Thompson, agm, 86.; Art, age, 379 vd.; Cooter, R., & Freedman, B. J. (1991). “The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences”. *New York University Law Review*, 66(4), 1045-1076; Farnsworth, A. H. (1975). “Close Corporations-Rights and Duties of Shareholders-Fiduciary Relationship Among Shareholders-Shareholders’ Right of Equal Opportunity to Participate in Corporate Purchase of Its Own Stock for Corporate Treasury”. *Cornell L. Rev.*, 61, 986-1018; Velasco, J. (2013). “Fiduciary Duties and Fiduciary Outs”. *Geo. Mason L. Rev.*, 21, 157-216. s. 164.; Cohen, Z. (1991), Agm, 386.; Helwig, J. B. (1955). “The Fiduciary Duty of Controlling Shareholders”. *W. Res. L. Rev.*, 7, 467-481; Hofstetter, K. (2005). “One Size Does Not Fit All: Corporate Governance For Controlled Companies”. *North Carolina Journal of International Law & Com. Reg.*, 31, 597-663; Dalley, P. J. (2004) “The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties.” *Hofstra Law Review*, 33(4), 175-222; Carter, J. C. (1987). “The Fiduciary Rights of Shareholders” *Wm. & Mary L. Rev.* 823-854.

⁹⁵⁶ Farnsworth, agm, 997.; Dalley (2004), agm, s 186.

olduğu şirketler, kişilerin ortak amaçlarının ve ortaklar arası güven ilişkisinin baskın olduğu şahıs şirketlerine benzetilmekte ve bu kapsamda özellikle çoğunluk pay sahiplerinin hem şirkete hem de azlık pay sahiplerine karşı güven ve sadakat sorumluluğunun söz konusu olduğu kabul edilmektedir⁹⁵⁷. Bu durumda, güvene dayalı sorumluluğu söz konusu olan hâkim ortakların, azlığın menfaatine en uygun şekilde hareket etmesi gerekmektedir⁹⁵⁸.

Türk hukukunun içerisinde olduğu hukuk sistemlerinde, şirketler hukuku ve pay sahipliği haklarının kamu düzeni, azlığın korunması gibi kamusal unsurları ön plana çıkmaktadır. Örneğin, genel kurul kararlarının iptaline ilişkin TTK m. 445 vd. düzenlenmiş olan iptal davasının⁹⁵⁹, Türk hukuku açısından, azlığın korunmasına ilave olarak, kamu düzeninin sağlanması ve adaletin tesisi gibi işlevler gördüğü ifade edilmektedir⁹⁶⁰.

Bu noktada güvene dayalı sorumluluğun (*fiduciary duty*) Türk hukuku bakımından söz konusu olup olmadığını incelemek gerekir. Yönetim kurulu üyelerinin şirkete ve şirket pay sahiplerine karşı güven sorumluluğunun mevcudiyeti hem “Özen ve Bağlılık Yükümlülüğü” başlıklı TTK m. 369/1⁹⁶¹ hem de “Rekabet Yasağı” başlıklı TTK m. 396/1⁹⁶² hükmünden açıkça anlaşılmaktadır. Bu kapsamda, yönetim kurulu üyelerinin şirkete ve pay sahiplerine karşı güven sorumluluğu ile ilgili herhangi bir tereddüt bulunmadığını söylemek mümkündür. Bununla birlikte, ABD ve İngiltere öğretisinde “*fiduciary duty*” olarak isimlendirilen ve genellikle yatay menfaat çatışmaları bakımından söz konusu olan bu kavramın hâkim pay sahipleri ile azlık pay sahipleri arasındaki ilişki bakımından Türk hukuk sistemindeki

⁹⁵⁷ Velasco, agm, 162.

⁹⁵⁸ Dalley, P. J. (2007). “*Shareholder (and Director) Fiduciary Duties and Shareholder Activism.*” Hous. Bus. & Tax LJ, 8, s 6.

⁹⁵⁹ Genel kurul iptali davalarının ekonomik açıdan etkin olmadığına ilişkin olarak bkz. Günay, Comperative Analysis, 493-533

⁹⁶⁰ Tekinalp, Ü. (2013) “Emredici Hükümler Acısından Genel Kurul Kararlarının İptali ve Butlanı Sorunu”. *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2, 13-18.

⁹⁶¹ Yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler, görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirmek ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyararak gözetmek yükümlülüğü altındadırlar.

⁹⁶² Yönetim kurulu üyelerinden biri, genel kurulun iznini almaksızın, şirketin işletme konusuna giren ticari iş türünden bir işlemi kendi veya başkası hesabına yapamayacağı gibi, aynı tür ticari işlemlerle uğraşan bir şirkete sorumluluğu sınırsız ortak sıfatıyla da giremez. Bu hükme aykırı harekette bulunan yönetim kurulu üyelerinden şirket tazminat istemekte veya tazminat yerine yapılan işlemi şirket adına yapılmış saymakta ve üçüncü kişiler hesabına yapılan sözleşmelerden doğan menfaatlerin şirkete ait olduğunu dava etmekte serbesttir.

karşılığının TTK m. 445'te düzenlenmiş olan dürüstlük kuralında vücut bulduğunu söylemek mümkündür.

Gerçekten, Türk hukuk sisteminde azlık tarafından çoğunluğa karşı başlatılabilecek hukuki süreçler incelendiğinde, TTK m. 445⁹⁶³ örneğinde olduğu gibi çoğunluk pay sahiplerinin işlemlerinin sınırını “*kanun, esas sözleşme ve dürüstlük kuralı*” oluşturmaktadır. TTK m. 445'te yer alan bu düzenleme, TMK m.2'de yer alan dürüstlük kuralının genel kurul kararları bakımından da uygulanacağını ifade etmektedir⁹⁶⁴. TMK'nın 2. maddesinde düzenlenmiş olan dürüstlük kuralı ve hakkın kötüye kullanılması yasağı⁹⁶⁵, bütün hakların kullanımı bakımından söz konusu olan genel kuralları ifade etmektedir. Bu kapsamda dürüstlük kuralı, hukuki ilişkiler bakımından dürüst, namuslu, ahlaklı ve diğer kişilerde yaratılan güvenle tutarlı şekilde davranılmasını ifade etmektedir⁹⁶⁶.

Bu kapsamda, TTK m. 445'te düzenlenmiş olan dürüstlük kuralı, çoğunluğun oyları ile genel kurulda alınmış olan, görünüşte kanun ve esas sözleşmeye uygun görünmesine rağmen, azlığın veya bireysel pay sahiplerinin haklarını ihlal eden kararları engellemeyi amaçlamaktadır⁹⁶⁷. 6762 Sayılı TTK m. 381 Adliye Encümeni gerekçesinde⁹⁶⁸, azlığın korunması bu maddenin gerekçesi olarak gösterilmiştir.

⁹⁶³ TTK m 445- “446'ncı maddede belirtilen kişiler, kanun veya esas sözleşme hükümlerine ve özellikle dürüstlük kuralına aykırı olan genel kurul kararları aleyhine, karar tarihinden itibaren üç ay içinde, şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesinde iptal davası açabilirler.”

⁹⁶⁴ Pulaşlı, H. Şerh-Cilt III, s. 1087.; Çamoğlu (Tekinalp/Poroy). Ortaklıklar I, 603.; Kırca, İ. (2022). *Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 73 (Hükümsüzlük).; Moroğlu, E. (2009). *Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 192 (Hükümsüzlük).; Domaniç, H. (1988). *Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması, Türk Ticaret Kanunu Şerhi C. II*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 884.

⁹⁶⁵ Pay sahiplerinin genel kuruldaki haklarının kullanılması bakımından dürüstlük kuralı ve hakkın kötüye kullanılması yasağı aynı ilkenin iki farklı görünümü olarak değerlendirilmektedir. Başka bir ifade ile dürüstlük kuralına aykırı kullanılan bir hak kötüye kullanılmış bir hak teşkil etmektedir. Bkz: Dural, M., Sarı, S. (2017). *Türk Özel Hukuku Cilt I-Temel Kavramlar ve Medeni Kanunun Başlangıç Hükümleri*. İstanbul: Filiz Kitabevi, s. 241.; Oğuzman, K., Barlas, N. (2007). *Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar*. 14. Bası. İstanbul: Arıkan Yayınevi, s 192.; Altaş, H. (2020). *Medeni Hukuk, Başlangıç Hükümler (TMK m. 1-7)*. Yetkin Yayınları: Ankara, s 260.

⁹⁶⁶ Dural/Sarı, Cilt I, 242.

⁹⁶⁷ Pulaşlı, H. Şerh-Cilt III, s. 1087.; İmregün, O. (1989). *Anonim Ortaklıklar*. (4. Bası). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 126.; Çamoğlu (Tekinalp/Poroy). Ortaklıklar I, 603.; Kırca, Hükümsüzlük, 77. Ayhan, R., Çağlar, H., Özdamar, M. (2023). *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*. (Güncellenmiş ve Gözden Geçirilmiş 5. Baskı). Ankara: Yetkin Yayınları, s 269. Moroğlu, Hükümsüzlük, 193.

⁹⁶⁸ “Bu maddenin tasarıya konulmasının sebeplerinden birisi ekseriyetin haksız ve yersiz kararlarıyla azlığı ezmesine engel olmaktadır. Bu gayeye varmak için birinci cümledeki kanuna aykırı unsur üzerinde durmak ve bu sözlerin şumulüne Medeni Kanunun ikinci maddesindeki âmme intizamı hükümlerinin de girdiğini hatırlamak ve böylece kararın hükümsüz olduğu neticesine varmak

Dolayısıyla, anonim ortaklıklarda azlığın menfaatlerine aykırı kararların dürüstlük kuralı çerçevesinde değerlendirilmesi ve iptal edilmesi söz konusu olacaktır. Yargıtay içtihadında da bu kural, “*mahkemenin; iptal kararı verirken, azınlıkta kalan tarafın haklarının ihlal edilmiş olup olmadığını araştırması şarttır*” şeklinde ifade edilmiştir⁹⁶⁹.

Yargıtay kararlarında şirket bakımından zorunlu olmamasına rağmen, azlık pay sahiplerinin haklarının ihlal eden genel kurul kararlarının iptali kabil kararlar olduğunu ifade eden güçlü bir içtihat bulunmaktadır. Sermayenin bir anda 250 kat artırılmasının dürüstlük kuralına aykırılık teşkil edeceği⁹⁷⁰; ortaklar arası menfaat dengesini azlık aleyhine bozan yönetim kurulu seçim kararının objektif iyi niyet kuralları ile bağdaşmadığı⁹⁷¹, kâr dağıtmama kararı alınmasına rağmen çoğunluğa kâr dağıtma sonucu doğuracak şekilde huzur hakkının artırılmasının dürüstlük kuralına aykırı olduğu⁹⁷², somut bir gerekçeye dayanmayan kâr dağıtmama kararının objektif iyi niyet kurallarına aykırı olduğu⁹⁷³, yönetim kurulu üyeleri lehine, şirketin

mümkündür. Ve yine yalnız akıdlar hakkında değil, bütün irade beyanları ve bu arada kararlar hakkında da tatbiki gerekli Borçlar Kanununun 20’nci maddesinin anonim şirket umumi heyeti kararlarına da tatbik edilebileceği ve ekseriyetin verdiği icapsız kararların (âdaba aykırı) sayılabileceği cihetle Borçlar Kanununun 20’nci maddesinin şümülüne girebileceği kabul edilebilir. Böyle mühim bir nokta üzerinde kanunun tatbikatını kolaylaştırmak ve her türlü tereddütleri bertaraf etmek üzere metne (ve bilhassa âfâkî iyi niyet esaslarına) sözlerinin ilâvesi zaruri görülmüştür. Esasen, tasarının 373’ncü maddesinin yeni şekliyle hisse senetlerinin on reyden fazla reye hak veremeyeceği yollu tahdit o maddeye ait gerektirici sebepde belirtilen saiklerle kaldırılmış olduğundan bu maddenin tatbik sahası büsbütün ehemmiyet kazanmış bulunmaktadır’. Nitekim İsviçre ve Alman metinlerinde de kanuna aykırılığın ve âmme intizamı hükümlerine aykırı hareketin hususi halleri olan ve âdaba ve ahlâka aykırılık hali ve şirket gayesi gerektirmediği halde imtiyazlı hisse senetlerinin verdiği rey hakkına dayanılarak verilen kararlarla azlığın menfaatlerinin açıkça haleldar edilmesini hali kanun metinlerinde iptal sebebi olarak açıklanmış ve böylece bu mühim mevzuda tereddütler bertaraf edilmek istenmiştir (İsviçre Borçlar Kanununun 706’nci maddesinin ikinci fıkrası ve Alman Anonim Şirketler Kanununun 195’nci maddesinin 4’ncü bendi). Maddeye eklenen ibare ile ahlâka ve âdaba aykırı düşen bütün kararlar ve imtiyazlı rey hakkının kullanılması neticesinde azlığın ortaklık için zaruret bulunmamasına rağmen ezilmesini intacedecek kararlar dahi iptal edilebilecektir.”

⁹⁶⁹ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 10.10.1978 Tarih, 1978/3625 E. ve 1978/4305 K. Sayılı kararında

⁹⁷⁰ Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin 05.05.2016 Tarih, 2015-1014 E. ve 2016/5122 K. Sayılı Kararı

⁹⁷¹ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 17.12.2015 Tarih, 2015/8830 E. ve 2015/13568 K. Sayılı Kararı, Kendigelen, A. (Ed.). (2018). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları (2015-2016)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 320.

⁹⁷² Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 29.05.2017 Tarih, 2016/451 E. ve 2017/3128 K. Sayılı Kararı, Kendigelen, A. (Ed.). (2018). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları (2017)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 199.

⁹⁷³ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 12.11.2019 Tarih, 2019/177 E. ve 2017/7106 K. Sayılı Kararı, Kendigelen, A. (Ed.). (2020). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları (2019)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 185. Benzer nitelikteki kararlar için bkz: Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 14.10.1982 Tarih, 1982/3556 E. ve 1982/3887 K. Sayılı Kararı, Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 03.07.1977 Tarih, 1977/4496 E. ve 1977/2168 K. Sayılı Kararı, Yargıtay 11. Hukuk Dairesi

içinde bulunduğu durum gözetildiğinde fahiş kabul edilecek huzur hakkı tanıyan kararın dürüstlük kuralına aykırı olduğu⁹⁷⁴, uzun yıllardır kâr payı dağıtılmaması ve şirketin geçmiş dönem kâr paylarıyla sermaye artışına gitmesini gerektiren objektif ticari bir neden olmaması halinde alınan sermaye artırımı kararının diğer ortağı zarara sokmak amacıyla ve dolayısıyla dürüstlük kuralına aykırı olduğu⁹⁷⁵ şeklindeki çoğaltılması mümkün olan kararlar bu güçlü içtihada örnek olarak gösterilebilecektir. Bu kararların tamamında mahkemeler, çoğunluk tarafından azlığın menfaatlerini ihlal eder şekilde alınmış olan ve şirket veya pay sahipleri tarafından haklı ve makul bir gerekçesi bulunmayan kararları dürüstlük kuralına aykırı kabul etmiştir. Bu bakımdan, çoğunluk pay sahiplerine de genel kurul kararları bakımından bir davranış kuralı getirilmiş olmaktadır.

Sonuç olarak, pay sahibine TTK m. 445 kapsamında genel kurul kararları bakımından getirilmiş olan davranış kriterlerinin⁹⁷⁶, pay sahibi bakımından genel nitelikteki bir sorumluluk ve yükümlülük olduğunu söylemek mümkündür. Dürüstlük kuralı çerçevesinde değerlendirildiğinde, Tekinalp'in ifadesi⁹⁷⁷ ile, çoğunluğun ortaklık haklarının kullanılması bakımından “*şeffaflık, sakınarak karar alma, çoğunluğun menfaatlerine öncelik tanımama*” ilkelerinin dikkate alınması gerekmektedir. Bu kapsamda, özellikle ABD hukukunda söz konusu olan ‘*fudicary duty*’ müessesesinin, Türk anonim şirketler hukuku bakımından TTK m. 445’te düzenlenmiş olan dürüstlük kuralı çerçevesinde geçerli olduğu söylenebilecektir.

28.04.2015 Tarih, 2015/994 E. ve 2015/5904 K Sayılı Kararı, Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 21.06.2015 Tarih, 6096 E. ve 6565 K. Sayılı Kararı

⁹⁷⁴ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 11.04.2019 Tarih, 2017/4118 E. ve 2019/2883 K. Sayılı Kararı, Kendigelen, 2019, s 199.

⁹⁷⁵ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 30.09.2020 Tarih, 2019/5331 E. ve 2020/3709 K. Sayılı Kararı, Kendigelen, A. (Ed.). (2021). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları* (2020). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 258. Benzer nitelikteki kararlar ve bu kararların değerlendirmesi için bkz. Paslı, A. (2017). “Yargıtay Kararları Işığında Sermaye Artırımı”, *Yürürlüğünün 5. Yılında ve Yargıtay Kararları Işığında Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu (Tebliğler - Tartışmalar) 20 Ekim 2017*, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 49-82; Soykan, İ. C. (2020). “Sermaye Artırımı Kararlarının Dürüstlük Kuralına Aykırılığı”. *İÜHF Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu III*, s 195 vd.

⁹⁷⁶ Paslı 2008 tarihli makalesinde, anonim şirketlerde kontöre sahip ortakların azlık ve şirkete karşı sorumluluğunun TTK’da kanuni bir dayanağının olmadığını, bu sorumluluğu kabul etmekle birlikte bunun dayanağının TMK m. 2 olduğunu ifade etmektedir. eTTK m. 381 ve TTK m. 445’te yer alan ve TMK m.2’nin özel bir görünümünü teşkil eden dürüstlük kuralı çerçevesinde, bu sorumluluğun dayanağının TTK m. 445 olduğu kanaatindeyiz. Paslı, A. (2008). “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”. *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 66 (2), 345-357.

⁹⁷⁷ Tekinalp, Yeni Hukuk, N 15-04.

3. Değerlendirmelerimiz

Vekâlet sorununu açıklamaya çalışan teori modern işletme bilimini çok yakından etkilemiş⁹⁷⁸, özellikle davranışsal ekonomi⁹⁷⁹ alanında çalışan ekonomistlerin üzerinde yoğunlaştığı bir alan haline gelmiştir. Bununla birlikte, özellikle⁹⁸⁰ Türk hukukunda bu konudaki çalışmalar ve dolayısıyla bu konunun etkisi çok sınırlı olmuştur. Türk hukuk öğretilerinde menfaat çatışması ile ilgili olarak kaleme alınan sınırlı sayıdaki eserde, vekâlet teorisinin hukuki anlamda vekâlet ilişkisine işaret etmediği, daha ziyade ekonomi kaynaklı bir ilişkiyi tanımladığı ifade edilmektedir⁹⁸¹.

Bununla birlikte, vekâlet teorisinin Türk hukuku bakımından göz ardı edilemez bir biçimde önemli olduğunu ifade etmek gerekir. Türkiye açısından incelediğimizde, anonim şirketlerin önemli bir kısmının hâkim ortakların kontrolünde olduğu ve bunun sonucu olarak yatay menfaat çatışmasının dikey menfaat çatışmasına göre daha yaygın olduğu görülmektedir⁹⁸². Bunun neticesi olarak, yatay menfaat çatışmasına özgü olan ilişkili taraf işlemleri ile şirket mal varlığının azaltılması, bilgi suistimali yoluyla hâkim ortağa menfaat sağlanması, sermaye artırımı yoluyla azlık payının sulandırılması gibi işlemler Türk hukukunda yaygın bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır⁹⁸³. Bu bakımdan, Anglo-Amerikan hukuk sistemlerinde daha yaygın olarak yer alan ve dağınık pay sahipliği yapısının sonucu olan dikey menfaat

⁹⁷⁸ Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns." *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64; Morellec, E., & Smith Jr, C. W. (2007). "Agency Conflicts and Risk Management." *Review of Finance*, 11(1), 1-23.

⁹⁷⁹ Davranışsal ekonomi (*behavioral economics*), ekonomik davranış ve kararlarda insan psikolojisinin etkisini inceleyen ekonomi disiplini. Bkz. Aktan, C. C., & Yavuzaslan, K. (2020). "Davranışsal İktisat: Bireylerin İktisadi Karar ve Tercihlerinde Zihinsel, Duygusal ve Psikolojik Faktörlerin Analizi". *Sosyal ve Beşerî Bilimler Dergisi*, 12(2), 100-120.

⁹⁸⁰ Hukuki kurumların davranışçı teorilerle analizi ABD ve İngiltere gibi Anglosakson hukuk sisteminin hâkim olduğu ülkelerde yaygın bir şekilde uygulanmaktadır. Örneğin; Teitelbaum, J. C., & Zeiler, K. (Eds.). (2018). *Research Handbook On Behavioral Law and Economics*. Edward Elgar Publishing.; Lin, T. C. (2010). "A Behavioral Framework For Securities Risk." *Seattle UL Rev.*, 34, 325.; Van Loo, R. (2014). "Helping Buyers Beware: The need for Supervision of Big Retail". *U. Pa. L. Rev.*, 163, 1311.

⁹⁸¹ Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri, 109.

⁹⁸² Kırca/Şehirli Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 255.

⁹⁸³ Manavgat, Halka Arz, 389.

çatışması⁹⁸⁴, Türk hukuk sisteminde yerini yaygın bir yatay menfaat çatışmasına bırakmaktadır. Bununla birlikte, Türk şirketlerinde söz konusu olan sermaye yoğunlaşmasının doğal bir sonucu olarak, hâkim ortaklar tarafından atanmış yöneticilerin faaliyetlerinin, yatay menfaat çatışmasına ilave olarak ve hâkim ortak lehine bir dikey menfaat çatışması yarattığını da belirtmek gerekir.

Menfaat çatışmasının Türk şirketleri bakımından ortaya çıkardığı olumsuz etkiler, girişim şirketleri bakımından daha baskın bir şekilde söz konusu olmaktadır. Aşağıda⁹⁸⁵ detaylı olarak açıklandığı üzere, girişim şirketlerinin kendine özgü yapısı, menfaat çatışmasının etkisini güçlendirmekte ve yatırımcı bakımından olumsuz bir yatırım ortamı yaratmaktadır. Girişim şirketleri bakımından, pay satın alma yoluyla şirkete yatırım yapan pay sahiplerinin yatırım menfaatlerinin şirkete bağlı olduğu dikkate alındığında, girişim şirketlerinde söz konusu olan menfaat çatışmalarının yönetilmesinin önemi daha berrak şekilde ortaya çıkmaktadır. Bu bakımdan, vekâlet teorisinin Türk şirketler hukuku öğretisinde uygulanmasının büyük fayda sağlayacağı kanaatindeyiz.

II. Girişimci ile Yatırımcı Arasındaki Menfaat Çatışmaları

A. Arka Plan ve Genel Değerlendirme

Bu bölümün ilk kısmında menfaat çatışmalarının genel teorisi hukuki açıdan incelenmeye çalışılmıştır. Bu kısımda ise menfaat çatışması kavramı girişim şirketleri özelinde ele alınacaktır.

Girişim şirketlerinde kurucu/yönetici ve yatırımcı arasındaki ilişkiler uzun yıllardır finans alanında uzman akademisyenler tarafından vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmekte ve girişim şirketlerinde söz konusu olan bilgi asimetrisi ve çatışan menfaatlerin vekâlet maliyetine yol açtığı ifade edilmektedir⁹⁸⁶.

Girişimcilik finansmanında taraflar temel olarak girişim şirketi, girişimci ve yatırımcıdır. Bu durumda girişimcilik özelinde ortaya çıkacak olan bilgi asimetrisi girişim şirketi merkezinde ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle, taraflardan birinin

⁹⁸⁴ Kırca/ŞehiraliÇelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 253.

⁹⁸⁵ Üçüncü Bölüm, II. s. 235-240.

⁹⁸⁶ Wirtz, P. (2011). Beyond Agency Theory: Value Creation and the Role of Cognition in the Relationship Between Entrepreneurs and Venture Capitalists”. *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance and Economics*, 31-43.

(çoğunlukla girişimci), diğer tarafa göre daha fazla bilgi sahibi olduğu husus girişim şirketinin kendisidir.

Girişimci ile yatırımcı arasındaki asimetrik bilginin kaynağı girişim şirketi olmakla birlikte, asimetrik bilgiye konu işlem yatırım işlemidir. Yatırımcı, girişim şirketi hakkında elde ettiği bilgiler çerçevesinde yatırım kararını verecek ve bu çerçevede yatırım işlemini gerçekleştirecektir. Yatırım işlemi tek seferlik bir işlem gibi gözükse de yatırım akabinde yatırımcı ile girişimci arasında uzun süreli bir ilişki kurulmaktadır. Bu bakımdan, bu ilişki sadece bir finansman ilişkisi değil, ikinci bölümde detaylı olarak incelendiği üzere, bir danışmanlık, ihracat desteği, çevre/bağlantı desteği sağlama gibi birçok unsuru barındıran bir ilişkidir. Yatırımcı ile girişimci arasındaki iş birliğine dayalı ilişki ise girişim şirketinin başarısı bakımından son derece önemlidir⁹⁸⁷.

Bu çerçevede değerlendirildiğinde, menfaat çatışmalarına ilişkin teori, girişim şirketleri bakımından çok daha büyük bir önem göstermekte ve uygulama alanı bulmaktadır. Bu çatışmanın yönetilmemesi ve vekâlet maliyetinin makul düzeye indirilememesi, girişim şirketinin başarı şansını önemli ölçüde azaltacak ve her iki taraf bakımından da ciddi zararlara sebebiyet verecektir.

B. Girişimci ile Yatırımcı Arasındaki Bilgi Asimetrisi ve Menfaat Dengesi

Menfaat çatışmalarının ortaya çıkmasındaki temel iki sebep taraflar arasındaki bilgi asimetrisi ve asıl ile vekil arasındaki menfaatlerin uyuşmamasıdır⁹⁸⁸. Özellikle yönetsel ve finansal olarak ortaya çıkan bu iki çatışma sebebinin yönetilmesine yönelik yapılacak düzenlemeler, menfaat çatışmasının maliyetinin en aza indirilmesi bakımından son derece faydalı olacaktır.

⁹⁸⁷ Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2001). "The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship: Control, Trust And Confidence in Co-Operative Behaviour." *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(2), 129-149; Girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkinin girişim şirketinin başarısı üzerindeki etkisine ilişkin olarak bkz: Steier, L., & Greenwood, R. (1995). "Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-Investment Stages of New Firm Creation." *Journal of Management Studies*, 32(3), 337-357.; Sapienza, H. J., & Korsgaard, M. A. (1996). "Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations". *Academy of Management Journal*, 39(3), 544-574.; Cable, D. M., & Shane, S. (1997). "A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships". *Academy of Management Review*, 22(1), 142-176.; Timmons, J. A., & Bygrave, W. D. (1986). "Venture Capital's Role in Financing Innovation For Economic Growth". *Journal of Business Venturing*, 1(2), 161-176.

⁹⁸⁸ Alexander, K. (2006). "Corporate Governance and Banks: The Role of Regulation in Reducing the Principal-Agent problem". *Journal of Banking Regulation*, 7, 17-40.

Finansal piyasalar bakımından temel kavramın bilgi olduğunu⁹⁸⁹ ve yatırım kararlarının yatırımcının sahip olduğu bilgi çerçevesinde verildiğini ifade etmek gerekir. Bu bakımdan, doğru ticari kararlar ve sağlıklı ticari ilişki ancak tarafların birbirleri ile ilgili sahip oldukları bilgiler çerçevesinde şekillenebilmektedir⁹⁹⁰. Bilgi asimetrisi; herhangi bir işlem, konu veya durumla ilgili taraflardan birinin sahip olduğu bilgiye diğerinin sahip olmamasını, başka bir deyişle tarafların farklı seviyelerde bilgiye sahip olmasını ifade etmektedir⁹⁹¹.

Asimetrik bilgi teorisi⁹⁹² çok uzun süredir ekonomi literatüründe bir piyasa başarısızlığı olarak çalışılmaktadır⁹⁹³. Ekonomistler George A. Akerlof, Joseph Stiglitz ve Michael Spence 2001 yılında Nobel ekonomi ödülünü asimetrik bilgi alanında yaptıkları çalışmalarla almışlardır. Akerlof'un bu alandaki çığır açan "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism" başlıklı makalesi⁹⁹⁴ asimetrik bilginin ikinci el araba piyasasındaki etkisini incelemiştir⁹⁹⁵.

⁹⁸⁹ Manavgat, Halka Arz, s. 187.

⁹⁹⁰ Manavgat, Halka Arz, s. 188.; Tepecik, F. (2018). Sözleşmelerde Asimetrik Bilgi. *Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 4(1), 21-33.

⁹⁹¹ Çetinkaya, Ş. (2012), "Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü", *Sakarya İktisat Dergisi*, 1(2), s. 48.; Kibar, A. F. (2018). "Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Asimetrik Bilgi Sorunsalı ve Çözüm Yolları". *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 4(2), 187-210. S 192.

⁹⁹² Bir ekonomi terimi olan asimetrik bilgi teorisi, özellikle sermaye piyasası alanında bu kavramla kullanıldığı için çalışmamızda da aynı kavram kullanılmaya devam edilecektir. Asimetrik bilgi teorisi ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: Salih, A. L. P., & Karakaş, A. (2008). "Asimetrik Bilgi Teorisi Karşısında Hayek'in Ekonomik Yaklaşımları: Karşılaştırmalı Bir Analiz". *Liberal Düşünce Dergisi*, (52), 215-230; Rosser, J. B. (2003), "A Nobel Prize for Asymmetric Information: the Economic Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz", *Review of Political Economy*, 15(1); <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2001/summary/> (18.09.2023 tarihinde erişilmiştir).

⁹⁹³ Bilgi asimetrisi hakkında detaylı bilgi için bkz: Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.; Rinaldo, A. (2002). "Transaction Costs on the Swiss Stock". *Financial Markets and Portfolio Management*, 16, 53-63.; Brown, S. & Hillegeist, S. (2007). "How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry" *Review of Accounting Studies*, 12, 443-477.; Bergh, D. D., Ketchen Jr, D. J., Orlandi, I., Heugens, P. P., & Boyd, B. K. (2019). "Information Asymmetry in Management Research: Past Accomplishments and Future Opportunities". *Journal of Management*, 45(1), 122-158.; Cheynel, E., & Levine, C. B. (2020). "Public Disclosures and Information Asymmetry: A Theory of the Mosaic". *The Accounting Review*, 95(1), 79-99; Myers S. and N. Majluf. (1985). "Corporate Financing and Investment Decisions- When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.; Leland, H. and D. Pyle. (1977). "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance* 32, 371-387.

⁹⁹⁴ Akerlof, G. A. (1970). "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500; Çevirisi için Çokgezen, M. (2000). (çev) "Limonlar" İçin Piyasa: Kalite Belirsizliği ve Piyasa Mekanizması: G. A. Akerlof",

Bilgi asimetrisi teorisinin, finansal piyasalar, sigorta, sözleşmesel ilişkiler, şirket paydaşları arasındaki ilişkiler, kamu yönetimi, devletlerarası ilişkiler gibi birçok farklı alanda uygulaması bulunmaktadır⁹⁹⁶. Anonim şirketler özelinde yöneticilerle pay sahipleri ve azlık pay sahipleriyle hâkim pay sahipleri arasında ciddi bir bilgi asimetrisi bulunduğunu ifade etmek gerekir. Yönetici ile pay sahibi arasındaki vekâlet sorununun temel sebeplerinden biri pay sahiplerinin yöneticilerin sahip olduğu bilgilere sahip olmamasıdır⁹⁹⁷. Azlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasındaki vekâlet sorununun temel sebeplerinden biri ise şirketin kontrolünü elinde

Devlet, Rekabet, Mülkiyet ve İktisat, Ö. Demir (Edt), Sakarya: Değişim Kitapevi Yayınları.; The Economist (2016). *Economics Briefs: Six Big Ideas*. s 4-5.

<https://www.economist.com/sites/default/files/econbriefs.pdf> (21.09.2023 tarihinde erişilmiştir).

⁹⁹⁵ Akerlof'un teorisine göre, bir ikinci el araba alıcısının iyi bir araba için 1000 dolar, arızalı bir araba için ise 500 dolar ödeyebileceği ve iyi araba ile kötü arabanın ayırt edilmesinin güç olması varsayımı karşısında, alıcıların tekliflerini azaltacağı sonucuna varılmaktadır. Akerlof'un asimetric bilgi teorisine göre alıcılar, iyi ya da kötü olma ihtimalinin eşit olduğunu düşündükleri bir araba için 750 dolar ödemeye razı olabileceklerdir. Alıcı, ikinci el arabayı satın alarak kullanmaya başlamadan önce bunun iyi ya da kötü olduğunu bilemeyecek olmasına rağmen, satıcı arabanın iyi ya da kötü olduğu bilgisine sahiptir. Burada alıcı ile satıcı arasında bir bilgi asimetrisi söz konusudur. Bu bilgi asimetrisinin sonuçları kendisini "ahlaki tehlike" (*moral hazard*) ve "ters seçim" (*reverse selection*) olarak göstermektedir. Öncelikle, söz konusu bilgi asimetrisi neticesinde, elinde kötü araba olan satıcıların arabalarını piyasa fiyatının üzerinde satmaya çalışması dolayısıyla ahlaki tehlike ortaya çıkmaktadır. Elinde iyi araba olan satıcıların piyasa fiyatının altındaki teklifi reddetmesi ancak elinde kötü araba olan satıcıların bu teklifi kabul etmesi neticesinde ise alıcılar "ters seçim" ile karşı karşıya kalacaklardır. Bu durumda 750 doları kabul edecek satıcılar kötü araba satıcıları olacaktır. Bu durumu öngörebilen 'akıllı' alıcı, kötü araba için 500 dolar önerecek ve kötü araba satıcıları bilgi asimetrisi olmasaydı söz konusu olacak olan fiyata satış yapabileceklerdir. Bununla birlikte asimetric bilginin pazar bakımından sonucu iyi arabaların ticaretinin yapılmaması olarak kendisini gösterecektir.

⁹⁹⁶ Asimetric bilgi teorisinin uygulamasına ilişkin bkz: Aras, G., Alövsat M. (2003). "Kredi Piyasalarında Asimetric Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri", *II. Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, 17-18 Mayıs, İzmit, ss. 236-252.; Claus, I. & Arthur G. (2003) "Asymmetric Information Financial Intermediation and The Monetary Transmission Mechanism: A Critical Review", *New Zealand Treasury Working Paper*, 03/19.; Cengiz, V. (2010). "Finansal Piyasalarda Bilgi Problemlerinin Çözümünde Bankaların Rolü". *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, 5(1), 151-162.; Güvel, E. & Ata, A. (2009). "Yolsuzluk Olgusunun Ortaya Çıkmasında Asimetric Bilginin Rolü: Teorik Bir Bakış Açısı". *Sosyoekonomi*, 9 (9); Hellman, T. & Stiglitz, J. E., (2000). "Credit and Equity Rationing In Markets With Adverse Selection". *European Economic Review*, 44, 281- 304.; Kennedy, D.B., Sivakumar, R., Vetzal, K.R., (2006). "The Implication of IPO Underpricing for the Firm and Insider: Tests of Asymmetric Information Theories." *Journal of Empirical Finance*, 13, 49-78.; Sarıkaya, M., (2002), "Asimetric Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler". *C.U. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2), 54-79.; Campell, D.E. (1995). *Incentives: Motivation and Economics of Information*. Cambridge Univ Press, First Published, New York; Hillier, B. (1997). *The Economics of Asymmetric Information*. Mc Millan Press, First Published, London.; Philips, L. (1987). *The Economics of Imperfect Information*. Cambridge University Press, New York.; Bessler, W., Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2011). "Information Asymmetry and Financing Decisions". *International Review of Finance*, 11(1), 123-154.; Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). "When Does Information Asymmetry Affect The Cost of Capital?". *Journal of accounting research*, 49(1), 1-40.

⁹⁹⁷ Kleinschmidt, age, 45.

bulunduran çoğunluk pay sahiplerinin azlık pay sahiplerine göre çok daha fazla bilgiye sahip olmasıdır⁹⁹⁸.

Anonim şirketler ve özellikle girişim finansmanı bakımından incelediğimizde bilgi asimetrisine konu olan şey girişim şirkettir. Başka bir ifadeyle, pay sahipleri şirketin faaliyet gösterdiği alan, iş kolu, finansalları, insan kaynakları yapısı, hukuki yapısı ve sorunları gibi konularda yöneticilerin sahip olduğu bilgiye sahip değildir. Burada söz konusu olan bilginin miktarı ve dolayısıyla bilgi asimetrisi şirketin büyüklüğü ve şirketin faaliyet gösterdiği süre ile ilgilidir⁹⁹⁹.

Girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkiler bakımından bilgi asimetrisine ilişkin etkilerin gözlenebildiği iki önemli dönem söz konusudur. Öncelikle, yatırım aşamasında yani yatırımcı henüz girişim şirketinin pay sahibi sıfatını kazanmadan şirket hakkında çok sınırlı bir bilgiye sahiptir¹⁰⁰⁰. Bu bağlamda bilgi asimetrisi, yatırımcılar ile şirket¹⁰⁰¹ arasında da çok yüksek seviyede ve birçok ticari işlemi etkileyecek önemdedir¹⁰⁰².

Menfaat dengesi de yöneticiler ile pay sahipleri ve hâkim pay sahipleri ile azlık pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmasının sebeplerinden biri olarak değerlendirilmektedir. Menfaat çatışması teorisi hem vekillerin hem de asılların temel motivasyonunun kendi çıkarları olduğu görüşüne dayanmaktadır¹⁰⁰³. Bunun neticesi olarak vekiller, kendilerine devredilmiş olan yetkileri kullanırken temel olarak kendi refahlarını yükseltme eğilimi göstermekte ve bunu gerçekleştirirken asılın refahını ikinci plana atabilmektedir. Anonim şirket özelinde, yöneticilerin

⁹⁹⁸ Miller, G. J. (2005). "Solutions to Principal-Agent Problems in Firms". In *Handbook of New Institutional Economics* (pp. 349-370). Boston, MA: Springer US. s. 351.

⁹⁹⁹ Dierkens, N. (1991). "Information Asymmetry and Equity Issues". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(2), 181-199.

¹⁰⁰⁰ Milhaupt, Curtis J., and Mark D. West, *Economic Organizations and Corporate Governance in Japan* (Oxford, 2004; online edn, Oxford Academic), s. 57.

¹⁰⁰¹ Yatırımcılarla şirket arasındaki ilişki bakımından şirket ifadesi hem yöneticileri hem de mevcut pay sahiplerini ifade etmektedir.

¹⁰⁰² Bessler, W., Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2011). "Information Asymmetry and Financing Decisions". *International Review of Finance*, 11(1), 123-154; Ross, S. A. (1977). "The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach". *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40. Cristina, S. Á., & Alves, H. (2020). "The Relation Between Information Asymmetry, Disclosure Policy and Corporate Tax Planning". *Economics Business and Organization Research*, 393-408; Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). "How Disclosure Quality Affects the Level of Information asymmetry". *Review of Accounting Studies*, 12, 443-477.

¹⁰⁰³ Grossman/Hart, agm, 42.

kişisel menfaatleri maaş, prim gibi kendi gelirlerini artırmak, şirketin sağladığı imkânları daha çok kullanmak yönüyle pay sahiplerinin temel menfaatleri şirket değerinin ve gelirlerinin artmasıdır¹⁰⁰⁴. Her iki durumda da (kontrol eden yöneticiler ve kontrol eden hissedarlar), azlık hissedarlar nakit akışının azalması ve şirket değerinin düşmesi dolayısıyla zarar görür.

C. Girişim Sermayesi Finansman Sisteminde Menfaat Çatışması

Girişim sermayesi ve melek yatırımcı finansman sisteminde ortaya çıkan menfaat çatışmalarının aynı ya da çok benzer olması dolayısıyla her iki finansman türü bu başlık altında birlikte incelenmektedir. Girişim sermayesi ve melek yatırımcı yatırımları, çalışmanın bu kısmında girişim sermayesi yatırımı olarak anılacaktır.

1. Girişim sermayesi yatırımlarında asıl vekil ilişkisi

Girişim sermayesi yatırımlarında asıl ve vekil ilişkisi, girişimci ve yatırımcı arasındadır. Girişim sermayesi yatırımları bakımından kimin asıl, kimin vekil olduğu ise ilişkinin özelliklerine göre şekillenmektedir. Başka bir ifadeyle, tarafların sahip olduğu bilgi eksikliği ve yatırımdaki konumları asıl veya vekil sıfatlarını yakından etkilemektedir.

Tipik bir vekâlet teorisi uygulamasında, girişimcinin girişim şirketini kurmuş ve yatırım aşamasına getirmiş olan taraf olması dolayısıyla girişim şirketi hakkında daha fazla bilgi sahibi olduğu dikkate alındığında, girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkide yatırımcı asıl; girişimci ise vekil konumundadır. Bir girişim sermayesi veya melek yatırımcının gerçekleştireceği bir yatırımı dikkate aldığımızda, kural olarak yatırımcı girişim şirketi hakkında sadece girişimcinin sağladığı veriler kadar bilgi sahibidir. Yatırımcıya verilecek bilgilerin kontrolü girişimcidedir. Yatırımcı bu sebeple, yatırım aşamasından önce durum incelemeleri ve girişim şirketi hakkında piyasa araştırması gerçekleştirmektedir. Bununla birlikte, yatırım öncesinde bilgi asimetrisi girişimci lehine baskın bir şekilde mevcuttur.

Yatırım sonrasında ise, girişim şirketi bakımından girişimci lehine bilgi asimetrisi ve dolayısıyla vekâlet çatışması varlığını korumaktadır. Bu durum

¹⁰⁰⁴ Pallab, K. B. (2008). "Agency Problem and the Role of Corporate Governance Revisited". Available at SSRN 1287185.

özellikle, yatırım sonrasında girişimcinin girişim şirketinin paylarını kontrol etmesi durumunda yani yatımcının azlık pay sahibi olması durumunda daha açık bir şekilde ortaya çıkmaktadır. Gerçekten, teorik olan girişim sermayesi yatırımlarında, bir yatırımcı olarak girişim sermayesi yatırımcısı şirketin kontrolünü ele geçirme değil değerindeki yükselişe ortak olmak amacını taşımaktadır¹⁰⁰⁵. Sonuç olarak, girişim sermayesi yatırımları, geleneksel olarak yatımcının vekil, girişimcinin ise asıl olduğu bir ilişki şeklinde kurgulanabilecektir.

Başka bir bakış açısından yaklaşıldığında ise, bir girişim sermayesi yatırımında sözleşmesel ve finansal detayları belirleyen, girişim şirketi için uyulması gereken kuralları koyan, daha güçlü konumdaki yatırımcı asıl konumunda iken, yatımcının bu anlamdaki üstünlüğünü kabul eden ve faaliyetlerinin onun çizdiği çerçevede yürüten girişim şirketi vekil konumundadır¹⁰⁰⁶. Bu yaklaşım dayanağını üç farklı gerekçede bulmaktadır. Buna göre, (i) yatırımcı girişim şirketinde azlık payları için bir yatırım yapmakta ve şirketin çoğunluğunu hedeflememektedir, (ii) gerçekleştirilen yatırım kısa bir süre için yapılmaktadır, (iii) yatımcının girişim şirketinden çıkış senaryosu yatırımcı tarafından belirlenmektedir¹⁰⁰⁷. Bu durumda, yatırımcı girişim şirketi bakımından genel yol haritasını belirlemekte ve girişimci bu yol haritasına uygun olarak faaliyet göstermekte ve sonuç olarak yatırımcı girişim şirketinin menfaatlerini değil, girişim şirketinden çıkış ile birlikte gerçekleştirebileceği kârı önceliklendirmektedir¹⁰⁰⁸.

Girişim sermayesinde girişimci ile yatırımcı arasındaki asimetri, yatırımla alınan riskte de kendisini göstermektedir. Girişim sermayesi yatırımcısı, kural olarak, yatırım riskini portföyünde bulunan birden çok girişim şirketine dağıtmış durumdayken, girişimci bakımından sadece kurucusu ve sahibi olduğu girişim şirketi söz konusudur¹⁰⁰⁹. Riskin taraflar üzerindeki etkisi dikkate alındığında yatımcının riski girişim şirketinin portföyü içerisindeki oranı ile sınırlıyken girişimci bakımından kendi şahsi serveti, sahip olduğu itibar da dâhil olmak üzere sınırsız bir risk söz konusudur.

¹⁰⁰⁵ Reid, age, 35.

¹⁰⁰⁶ Reid, age, 36-37.

¹⁰⁰⁷ Reid, age, 37.

¹⁰⁰⁸ Reid, age, 37.

¹⁰⁰⁹ Reid, age, 38.

Bununla birlikte, bu çalışmada yatırım şirketi hakkında sahip olduğu asimetrik bilgi dolayısıyla girişimci vekil, yatırımcı ise asıl olarak değerlendirilmektedir. Bu durumun en temel gerekçesi ile girişim şirketi bakımından girişimcinin yatırımcı aleyhine sahip olduğu bilgi, fazla bilgidir.

2. Girişim sermayesi yatırımlarında yatırım öncesi dönemin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesi

Girişim sermayesi yatırımlarında, girişimci ile yatırımcı arasında ortaya çıkan ilk menfaat çatışması yatırım öncesi döneme isabet etmektedir. Yatırım aşaması öncesinde girişimcinin temel amacı yatırım almak iken yatırımcı en uygun koşullarda ve en kârlı şekilde yatırım yapma maksadını taşımaktadır. Bu bakımdan, yatırımcı ile girişimcinin yatırım işlemi bakımından saikleri birbirinden farklıdır.

Yatırım öncesi dönemde ortaya çıkan en temel problem taraflar arasındaki bilgi asimetrisidir¹⁰¹⁰. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin bu dönemde en yüksek seviyede olduğunu söylemek mümkündür. Gerçekten, bu dönem girişimcinin girişim şirketi ile ilgili bütün bilgilere sahip olduğu ancak (potansiyel) yatırımcının sadece yaptırdığı incelemeler çerçevesinde ve girişimci tarafından beyan edildiği kadar bilgi sahip olduğu bir dönemdir.

Mevcut pay sahibi ile potansiyel pay sahibi arasındaki bilgi asimetrisi, yatırım konusu bir girişim şirketi olmasa da, birleşme ve devralma işlemlerinin çoğunluğunda mevcuttur ve birleşme veya devralma işlemi üzerinde ciddi etkisi bulunmaktadır¹⁰¹¹. Gerçekten, yatırımcı hedef şirket hakkında bir çalışma yapmadan

¹⁰¹⁰ Jia, Y. (2015). "Financing High-Tech Start-ups: Moral Hazard, Information Asymmetry and the Allocation of Control Rights". *The BE Journal of Economic Analysis & Policy*, 15(2), 685-708.

¹⁰¹¹ Altunbaş Sancak, age, 182.; Luybaert, M., & Van Caneghem, T. (2017). "Exploring the Double-Sided Effect of Information Asymmetry and Uncertainty in Mergers and Acquisitions". *Financial Management*, 46(4), 873-917; Boeh, K. K. (2011). "Contracting Costs and Information Asymmetry Reduction in Cross-Border M&A". *Journal of Management Studies*, 48(3), 568-590. Bilgi asimetrisinin birleşme ve devralma üzerindeki etkileri hakkında detaylı bilgi için bkz: Hansen, R.G. (1987). "A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions". *Journal of Business*, 60, 75-95.; Fishman, M., (1989). "Pre-emptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions". *Journal of Finance*, 44, 41-57.; Eckbo, B.E., Giammarino, R.M., Heinkel, R.L. (1990). "Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests". *Review of Financial Studies*, 3, 651-675.; Officer, M.S., Poulsen, A.B., Stegemoller, M. (2009). "Target-Firm Information Asymmetry and Acquirer Returns." *Review of Finance*, 13, 467-493; Bena, J., & Li, K. (2014). "Corporate Innovations and Mergers and Acquisitions." *The Journal of Finance*, 69, 1923-1960.; Dionne, G., La Haye, M., & Bergeres, A. (2015). "Does Asymmetric Information Affect The Premium in Mergers Acquisitions?" *Canadian*

önce sadece kamuya açık olan bilgilerle sınırlı olarak bilgi sahibidir. Bu bilgi asimetrisinin en aza indirilmesi ve devralma işlemi sonrası ile ilgili riskin en aza indirilmesi maksadıyla hedef şirket hakkında bir ‘due diligence incelemesi’¹⁰¹² yapılmaktadır¹⁰¹³. Bu süreçte, hedef şirketin birleşme ve devralma işlemine konu edilmesinden önce hedef şirket üzerinde finansal, hukuki, vergisel, çevresel gibi birçok farklı alanda bir inceleme gerçekleştirilir¹⁰¹⁴. Gerçekleştirilen bu inceleme neticesinde ise birleşme ve devralma işleminin yapısı, değerlemesi gibi birçok hususlar belirlenir.

Devralma işlemleri bakımından söz konusu olan bilgi asimetrisi ve bilgi asimetrisinin etkisi girişim şirketlerinin ihtiva ettiği yüksek risk dolayısıyla en üst seviyededir. Girişim şirketinin özellikleri arasında bu şirketlerin taşıdıkları yüksek büyüme potansiyeline rağmen yüksek risk taşıdıkları detaylı olarak açıklanmıştır. Gerçekten, birleşme veya devralma işlemine konu olan şirketler, genellikle iş planları oturmuş olan sürekli nitelikteki şirketlerdir. Girişim şirketleri ise henüz tam anlamıyla oturmuş bir iş planı olmayan, gelişme ve büyüme aşamasındaki bir şirketi ifade etmektedir. Ayrıca, girişim şirketlerinin faaliyet konusunun büyük oranda teknoloji veya teknoloji odaklı olduğu dikkate alındığında, girişim sermayesi

Journal of Economics, 48, 819–852.; Martin, X., & Shalev, R. (2016). “Target Firm-Specific Information and Acquisition Efficiency”. *Management Science*, 63, 672–690.

¹⁰¹² Hedef şirket hakkında yapılan bu inceleme uygulamada ‘due diligence’ olarak isimlendirilmektedir. Kavram için Türkçe karşılık olarak incelemenin yapıldığı alana göre ‘hukuki inceleme’, ‘finansal inceleme’, ‘vergi incelemesi’ gibi kavramlar kullanılıyor olsa da ‘due diligence’ kavramı Türk uygulamasında da yaygın olarak kullanılmaktadır. Bkz. Altunbaş Sancak, age, 82.

¹⁰¹³ Altunbaş Sancak, age, 82; Özeke, B. (2006). *Birleşme ve Devralmalarda Due Diligence Kavramı ve Türk Hukukunda Satıcının Sorumluluğuna Etkisi*, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, s 16.; İpek Kayalı, F. (2014). *Türk Ticaret Kanunu’na Göre Birleşmeler*. İstanbul: Vedat Kitapçılık. s. 138.; Mäntysaari, P. (2010). *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume II: Funding, Exit, Takeovers*. Springer. s 428.; Pulaşlı, H. (2007). “Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence.” *BATİDER*, XXIV(2), 205-235.; Wangerin, D. (2019). “M&A Due Diligence, Post-Acquisition Performance, and Financial Reporting for Business Combinations”. *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344-2378; Sacek, A. (2015). “Due Diligence in Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: Evaluated Risk Factors From the Academic and Practical View.” *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 11(7), 363-372; Alkaraan, F. (2019). “Making M&A Less Risky: The Influence of Due Diligence Processes on Strategic Investment Decision Making.” In *Advances in Mergers and Acquisitions*, Vol. 18, pp. 99-110; Borochin, P., Ghosh, C., & Huang, D. (2019). “Target Information Asymmetry and Takeover Strategy: Insights from a New Perspective”. *European Financial Management*, 25(1), 38-79. s 39

¹⁰¹⁴ Arıkan, M. (2017). “Due Diligence Kavramı ve Şirket Birleşme ve Devralma Sözleşmelerinde Satıcının Sorumluluğu Hakkında TBK Hükümleri Çerçevesinde Değerlendirmeler”. *MÜHF-HAD*, 22, 265- 300. Altunbaş Sancak, age, 183-184; Alkaraan, agm, s 105-107.

yatırımları bakımından yatırım işleminin tarafları arasındaki bilgi asimetrisinin söz konusu olan teknik karmaşıklık dolayısıyla da yüksek seviyede olduğu değerlendirilmektedir.

Türkiye’de internet üzerinden su siparişi verilmesini sağlayan bir girişim olan BiSu¹⁰¹⁵ yukarıda açıklanmış olan riskler ve bilgi asimetrisi bakımından bir örnek olarak gösterilebilir. Mart 2023’te 100 milyon dolar değerleme üzerinden yatırım alan BiSu¹⁰¹⁶ bu yatırım turunu tamamlamasının üzerinden neredeyse bir ay bile geçmeden konkordato ilan etmiştir¹⁰¹⁷. Her ne kadar bir mahkeme içi yeniden yapılandırma olarak nitelendirilebilecek olan konkordato başvurusunda başvuran şirketin, finansal olarak borca batık olması zorunlu değilse de şirketin konkordatoya başvurmuş olması finansal olarak ciddi bir kriz içerisine olduğunu göstermektedir¹⁰¹⁸. Bir şirketin, yatırım işlemine konu olmasının üzerinden henüz bir ay geçmişken bu şekilde bir kriz içerisine girmesi ve bu krizin şirket üzerinde göz ardı edilemez etkiler yaratması girişim şirketlerinde söz konusu olan bilgi asimetrisinin ve menfaat çatışmasının şiddetini açık bir şekilde ortaya koymaktadır.

Yukarıda açıklanmış olan örneğe ilaveten, yatırım öncesindeki bilgi asimetrisi ve menfaat çatışmasının yatırımın etkinliğini de önemli ölçüde etkilediği değerlendirilmektedir¹⁰¹⁹. Yatırım etkinliğinin azalması ise yatırımın gerekli olandan

¹⁰¹⁵ Şirketin resmi unvanı ‘Tektaş Sipariş Sistemleri Gıda Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’dir.

¹⁰¹⁶ <https://webrazzi.com/2023/03/27/bisu-100-milyon-dolar-degerleme-uzerinden-yatirim-aldi/> [01.11.2023 tarihinde erişilmiştir.] <https://www.bloomberght.com/bisu-100-milyon-dolar-degerlemeye-ulasti-2323058> [01.11.2023 tarihinde erişilmiştir.]

¹⁰¹⁷ <https://webrazzi.com/2023/04/29/bisu-konkordato/> [01.11.2023 tarihinde erişilmiştir.] Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi’nde 9 Mayıs 2023 ve 3 Ekim 2023 tarihinde yayınlanan ilanlarda da BiSu’nun hem konkordato geçici mühleti hem de konkordato kesin mühleti aldığı görülmektedir.

¹⁰¹⁸ Konkordato, bir cebri icra usulü olarak borçlunun faaliyetlerine devam etmesini sağlamayı amaçlayan, alacaklıların önemli bir kısmının onayını gerektiren, iflasa göre hafifletilmiş bir yöntemdir. Özbek, S., Budak, A.C., Tunç Yücel, M., Kale, S. & Yeşilova, B. (2018). *Yeni Konkordato Hukuku: 7101 Sayılı Kanunla Değişik İcra ve İflas Kanunu m. 285-309 Şerhi*. Ankara: Adalet Yayınevi: s. 111.; Pekcanitez, H., Erdönmez, G. (2018). *7101 Sayılı Kanun Çerçevesinde Konkordato*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, s 4.; Atalı, M., Ermenek, İ., & Erdoğan, E. (2023). *İcra ve İflas Hukuku*. (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 7. Baskı). Ankara: Yetkin Yayınları, s 639-640.

¹⁰¹⁹ Li, S. (2020). “A Review of the Relationship between Agency Cost and Corporate Investment Efficiency.” *American Journal of Industrial and Business Management*, 10(04), 734-748; Jensen, M. C. (1993). “The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems”. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

az yapılması veya gerekli olandan fazla yapılması olmak üzere iki farklı sonuç doğurmaktadır¹⁰²⁰.

Bu çerçevede, girişim şirketlerine yapılacak yatırım öncesinde ve yatırım sonrasında hem şirkete hem de yatırım işlemine tesir edecek olan önemli bir bilgi asimetrisi ve menfaat çatışması bulunmaktadır. Söz konusu menfaat çatışmasının yönetilememesi durumunda ise hem girişim şirketi hem de yatırımcılar üzerinde önemli ve olumsuz tesir bırakması kaçınılmaz hale gelmektedir.

3. Girişim sermayesi yatırımlarında yatırım sonrası dönemin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesi

a. Genel olarak

Girişim sermayesi yatırımlarında menfaat çatışmaları bakımından yatırım öncesi dönem son derece önemli olsa da bu çalışma bakımından asıl önem arz eden konu yatırım sonrası aşamadaki menfaat çatışmalarıdır. Yatırım öncesi dönemde ortaya çıkan menfaat çatışması bir işlem masrafı olarak ortaya çıkmaktadır. Başka bir ifadeyle yatırım öncesinde ortaya çıkan menfaat çatışması yatırım işleminin maliyetini artıran veya azaltan bir etki göstermektedir. İlaveten, bu süreçte ortaya çıkan menfaat çatışması tek bir işlem olarak nitelendirilebilecek olan yatırım işlemi özelindedir. Her ne kadar yatırım öncesinde söz konusu olan bilgi asimetrisinin ve menfaat çatışmasının daha sonra da etkilerinin ortaya çıkması söz konusuysa da bu durum yine yatırım işleminden kaynaklı olarak ortaya çıkmaktadır.

Yatırım sonrası dönemde ise girişimci ve yatırımcı arasında artık tek bir işlem değil, uzun bir süreye yayılmış olan bir iş birliği ve iş ortaklığı süreci söz konusudur. Burada yatırımcının sıfatı değişmekte ve iş ortağına evrilmektedir¹⁰²¹. Ayrıca, yatırım sonrasında ortaya çıkan menfaat çatışması girişimci, yatırımcı ve girişim şirketi bakımından olumsuz sonuçlar doğuracak niteliktedir.

İlaveten, girişim sermayesi yatırımlarında ortaya çıkan menfaat çatışmasının bir diğer ve hatta onu diğer menfaat çatışmalarından ayıran özelliği ise şiddetinin ve etkisinin çok yüksek olmasıdır. Girişim sermayesi yatırımlarında ortaya çıkan

¹⁰²⁰ Li, agm, 734.

¹⁰²¹ Tyebjee/Bruno, agm, 1054.

menfaat çatışmasının etkisinin ve yıkıcılığının fazla olmasının sebepleri aşağıda detaylı olarak açıklanmıştır.

b. Girişim sermayesi yatırımlarında hem yatay hem dikey menfaat çatışmasının bulunması

Yukarıda detaylı olarak açıklandığı üzere anonim şirketler bakımından en temel menfaat çatışmaları azlık ortak ile hâkim ortak arasındaki menfaat çatışması (yatay menfaat çatışması) ve yönetim ile pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmasıdır (dikey menfaat çatışması). Şirketin yönetim kurulu üyelerinin, hâkim ortak tarafından atanmış olması durumunda ise her iki menfaat çatışması birleşmekte ve bu menfaat çatışmalarının etkisi güçlenmektedir. Bu durum girişim sermayesi yatırımları bakımından özel önem arz etmektedir.

Girişim sermayesi yatırımının ihtiva ettiği risk dikkate alındığında, yatırımlar genellikle girişim şirketinin kontrolünü ele geçirmeye yetmeyecek oranda yapılmaktadır. Başka bir ifadeyle, girişim sermayesi yatırımlarında yatırımcı genellikle girişim şirket paylarının tamamını veya çoğunluğunu satın almak istememekte ve azlık pay sahibi olarak konumlanmaktadır¹⁰²².

Türkiye uygulamasından, birkaç GSYO'nun ortaklık yapısı incelendiğinde bu durum daha net olarak gözlemlenebilecektir. Örneğin, KOBİ GSYO AŞ portföyünde yer alan 8 farklı yatırımın tamamında girişim şirketlerinden azlık payı edinilmiştir¹⁰²³. Hedef Girişim GSYO AŞ'nin mevcut yatırımları incelendiğinde ise kendisi tarafından kurulmuş olan projelendirme ve gayrimenkul geliştirme şirketi ile yatırım bankası dışarıda bırakıldığında, yatırım yapılan 12 şirketin tamamında azlık pay edinilmiştir¹⁰²⁴. Benzer şekilde, Hub GSYO AŞ, yatırım yapmış olduğu 25 şirketin neredeyse tamamında azlık pay sahibi konumundadır¹⁰²⁵. Bu durumda, girişim şirketlerinde yatırımcı ile girişimci arasında azlık pay sahibi ve çoğunluk pay sahibi arasında menfaat çatışması kaçınılmaz bir şekilde ortaya çıkmaktadır.

¹⁰²² Reid, age, 38.; Stevenson, Venture Capital Solution, 1140.

¹⁰²³ <https://kobias.com.tr/yatirim-portfoyumuz/> [11.11.2023 tarihinde erişilmiştir]

¹⁰²⁴ <https://hedefgirisim.com.tr/tr/mevcutyatirimlar/> [11.11.2023 tarihinde erişilmiştir]

¹⁰²⁵ <https://hubgsyo.com/istirakler-ve-bagli-ortakliklar/> [11.11.2023 tarihinde erişilmiştir]

Girişim sermayesi yatırımları sonrasında girişim şirketlerinde çıkan diğer menfaat çatışması türü de şirketin yönetimini elinde bulunduran girişimci ile yönetimde kontrolü elinde bulundurmayan yatırımcı arasındadır. Elbette, yatırımcının girişim şirketinde çoğunluk payına sahip olması durumunda söz konusu menfaat çatışması girişimcinin asıl, yatırımcının vekil olduğu şekliyle ortaya çıkacaktır. Ancak bu tür bir devralma uygulamada son derece nadirdir. Daha doğru bir ifadeyle, yatırımcının girişim şirketi paylarının çoğunluğunu satın alması durumunda artık teknik anlamda bir devralma işlemi söz konusudur. Girişim şirketlerinin ihtiva ettiği risk dikkate alındığında, yukarıda gerçekleştirilmiş olan açıklamalara paralel olarak, yatırımcının bu konudaki genel yaklaşımı girişim şirketinde azlık pay sahipliği edinmek şeklinde olmaktadır. Bu bakımdan, bu çalışmada genel olarak yatırımcının asıl, girişimcinin vekil niteliğine sahip olduğu menfaat çatışması incelenmektedir.

Öncelikle, yatırımcının girişim şirketindeki yatırım sonrası konumunu etkileyen birçok faktörün olduğunu ifade etmek gerekir. Yatırım yapıldığı ülke kültürü, yatırımı yapan girişim sermayesi yatırımcısının yatırım politikası ve alışkanlıkları¹⁰²⁶, yatırım yapılan girişim şirketinin yatırım aşaması¹⁰²⁷, yatırım yapılan şirketin faaliyet gösterdiği sektör¹⁰²⁸ gibi birçok faktör girişim sermayesi yatırımcılarının girişim şirketi içerisindeki rolüne etki etmektedir. Bu bakımdan, kimi yatırımcıların genel eğilimi yatırım yaptıkları girişim şirketinin işlerine daha fazla dâhil olmak ve şirketin yönetiminde etkin olmak şeklindeyken kimi yatırımcılar yönetime müdahale etmek istememektedir. Bu konuda net bir istatistik sunmak mümkün görünmemektedir¹⁰²⁹. Bununla beraber, yurtdışı uygulamalarındaki eğilimin girişim şirketlerinin günlük işlerine müdahale etmemek şeklinde olduğunu belirtmek gerekir¹⁰³⁰.

Sonuç olarak, birçok değişkene tabi olsa da, girişim sermayesi yatırımcısı azlık pay karşılığında yaptığı yatırım kapsamında girişim şirketinde ya hiç yönetim kurulu

¹⁰²⁶ Tyebjee/Bruno, agm, 1054.

¹⁰²⁷ Kirihata, T. (2009). "Post-Investment Activities of Venture Capitalists When Making Investments in New Technology-Based Firms in Japan." *The Kyoto Economic Review*, 78(1), 39-51. Amornsiripanitch/Gompers/ Xuan, More Than Money, 527.

¹⁰²⁸ Kirihata, agm, 42.

¹⁰²⁹ Amornsiripanitch/Gompers/ Xuan, More Than Money, 527.

¹⁰³⁰ Tyebjee/Bruno, agm, 1054.

üyesi atamamakta ya da yönetim kontrolünü ele geçirmeye yetmeyecek sayıda üye atamaktadır. Bu durumda, girişim sermayesi yatırımları bakımından, yukarıda yapılan açıklamalar çerçevesinde hem yatay hem de dikey menfaat çatışması ortaya çıkmaktadır. Bu durum ise menfaat çatışmasının yönetilmesini ve maliyetinin en aza indirilmesini girişim şirketleri bakımından önemli ve daha karmaşık hale getirmektedir.

c. Girişim şirketlerinde zayıflamış “*affectio societatis*” unsuru

Geleneksel şirketler hukuku öğretisinde ve yargı kararlarında, “*affectio societatis*” veya “*nimus societatis*” olarak anılan kavram, şirketin bir unsuru olarak ifade edilmektedir¹⁰³¹. Bu kapsamda *affectio societatis*, ortak amaç için birlikte çalışma ve çaba gösterme iradesi anlamında kullanılmaktadır¹⁰³². Anonim şirketler bakımından pay sahipleri arasındaki ekonomik amaçların ortak olması beklenir. Yani şirket vasfı ancak ortakların müşterek bir amaca yönelmeleri ile söz konusu olabilecektir¹⁰³³. Ekonomik amaç ise son derece geniş bir şekilde pay sahipleri lehine sağlanan ekonomik yarar olarak yorumlanmaktadır¹⁰³⁴.

Bu noktada, pay sahiplerinin ortak ekonomik yararı ile pay sahibinin ortak olmadaki kişisel saiki arasındaki ayrıma dikkat çekmek gerekir. Pay sahibinin şirkete ortak olarak elde etmek istediği ekonomik yarar veya çıkar, pay sahiplerinin ortak amacı değil ilgili pay sahibinin kişisel saiki olarak nitelendirilmektedir¹⁰³⁵. Bu bağlamda, pay sahiplerinden bir kısmının amacı kısa vadede kâr elde etmek olabilecekken başka bir kısmının amacı şirketin değerinin artması ve bu durumdan uzun vadede kazanç elde etmek olabilecektir. Bu durum ise pay sahiplerinin ortak ekonomik bir amaca sahip olmadıklarını değil, ortakların pay edinimindeki saiklerinin farklı olduğunu göstermektedir. Başka bir ifadeyle, girişim şirketleri

¹⁰³¹ Poroy (Tekinalp/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, 27-30.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 45. *Affectio Societatis*in bir ilke mi veya şirketin bir unsuru mu olduğu konusunda ayrıntılı bilgi için bkz: Göktürk, K. (2021). “Şirketler Hukukunda *Affectio Societatis*in Anlamları”. *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 7(2), 217-234

¹⁰³² Kendigelen/Kırca, Şirketler Hukuku, 17.

¹⁰³³ Şirketlerde müşterek amaç unsuru kaynağını TBK’nın 620. maddesinde bulmaktadır.

¹⁰³⁴ Yanlı, V. (1997). “Anonim Ortaklıklarda Kârın Tamamen Devrine İlişkin Bir Tasarruf Yapılabilir mi?” *İHFM C. LV*, 4, s209, 210; Mimaroglu, S. K. (1972). *Ticaret Ortaklıkları Hukuku*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, s. 26, 27.; Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat. Anonim Şirketler I, s. 57.

¹⁰³⁵ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 56.; Mimaroglu, age, s. 25; Barlas, Adi Ortaklık, 25 vd.; Kendigelen/Kırca, Şirketler Hukuku, 11.

bakımından yatırımcıları kısa vadeci, girişimcileri ise uzun vadeci olarak nitelendirmek mümkün olabilecektir. Bu durum, çıkar çatışmasının şiddetini artıran unsurlardan biri olarak ortaya çıkmaktadır.

Girişimci ile yatırımcının maruz kaldıkları bilgi asimetrisi de birbirinden farklıdır ve bu da her iki tarafça girişim şirketinin geleceğine yönelik olarak yapacağı değerlendirmeleri öznelletirmektedir¹⁰³⁶. Girişimci, genellikle, girişim şirketinin ve faaliyet konusu olan teknolojinin geleceği hakkında daha iyi bilgi sahibi iken yatırımcı gelecekteki yatırım olanakları ve girişim şirketinin finansal geleceği hakkında daha iyi bilgi sahibidir¹⁰³⁷. Bu durum, tarafların girişim şirketi bakımından yaklaşımlarını ve beklentilerini değiştirmektedir. Ampirik kanıtlar, girişimci ile yatırımcının projenin geleceği ve ekonomik potansiyeli hakkında farklılaşan (asimetrik) inançlara sahip olduğunu göstermektedir¹⁰³⁸. Girişimci proje hakkında çok fazla iyimserken, yatırımcı bu konuda, girişim sermayesi ile ilgili riskler de dikkate alınarak daha kötümser ya da gerçekçi konumdadır. Girişimcilik alanında yapılan çalışmalar, girişimcilerin genele göre daha yüksek bir iyimserlik içerisinde olduğunu göstermektedir¹⁰³⁹.

Girişimcinin sergilediği bu iyimser tutum, girişimci ve yatırımcı arasındaki ilişki bakımından önemli sorunlar yaratmaktadır. Örneğin, girişimci kendi fikrine olan inancı dolayısıyla, girişim şirketindeki herhangi bir strateji değişikliğine karşı direnç gösterebilmekte ve yatırımın girişimcinin ilk fikri üzerinde yoğunlaşmasını arzulamaktadır¹⁰⁴⁰. Bu durum ise her iki tarafın risk algıları üzerinde önemli etki göstermekte ve netice itibarıyla taraflar arasındaki menfaatleri öznelletirerek çatışmayı artırmaktadır¹⁰⁴¹. Bu menfaat çatışmasının optimal şekilde yönetilmesi,

¹⁰³⁶ Cable/Shane, agm, 148.

¹⁰³⁷ Cable/Shane, agm, 148.

¹⁰³⁸ Gladstone, D., & Gladstone, L. (2002). *Venture Capital Handbook: An Entrepreneur's Guide To Raising Venture Capital*. FT Press. s 361.; Landier, A., & Thesmar, D. (2003). "Financial Contracting With Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence". *Centre for Economic Policy Research*. s 2-3.

¹⁰³⁹ Cooper, A. C., Woo, C. Y., & Dunkelberg, W. C. (1988). "Entrepreneurs' Perceived Chances for Success". *Journal of Business Venturing*, 3(2), 97-108.

¹⁰⁴⁰ Landier/Thesmar, agm, 2.

¹⁰⁴¹ Landier/Thesmar, agm, 2.

ancak girişimcinin şirket üzerindeki tasarrufunun belli ölçüler içerisinde kısıtlandığı bir sözleşme ve şirket yapısı ile mümkün olabilecektir¹⁰⁴².

İlaveten, girişimci ve yatırımcı bakımından yatırım sonrasında söz konusu olan fırsat maliyetleri de tarafların girişim şirketleri bakımından konumlarını birbirinden uzaklaştırmaktadır. Her iki tarafın da sınırlı kaynağı olduğu ve belirli bir yatırım işlemine taraf olmalarından dolayı diğer yatırım işlemlerinden mahrum kalmaları menfaat çatışmasını artırıcı etki göstermektedir. Bir girişimcinin başarı ihtimali daha yüksek olan yeni bir fırsatla karşılaşması veya bir yatırımcının daha hızlı ve daha kârlı bir çıkış imkânı tanıyan bir yatırım fırsatına rast gelmesi taraflara ilişkiden kaçış bakımından bir teşvik yaratmaktadır¹⁰⁴³.

Girişim şirketleri bağlamında değerlendirdiğimizde, girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkide pay sahiplerinin ortak bir amacından bahsetmek mümkünse de ortak menfaatlerinden bahsetmek her zaman mümkün olmamaktadır. Girişim şirketi bağlamında yatırımcının ve girişimcinin ortaklık ilişkisindeki saik ve menfaatlerinin birbirinden farklı olduğunu söylemek mümkündür. Girişim sermayesi sisteminde yatırımcının temel amacı, girişim şirketinden en optimal sürede çıkış yaparak yapmış olduğu yatırımı en hızlı ve makul süre içerisinde geri almaktır¹⁰⁴⁴. Girişimci bakımından ortaklıktaki en temel motivasyon ise girişim şirketini büyütmek ve uzun vadede kâr elde etmektir¹⁰⁴⁵. Burada, girişim şirketinde kısa vadeli ve uzun vadeli getiri beklentileri arasındaki farklılaşma söz konusu olmaktadır¹⁰⁴⁶.

Pay sahipleri arasındaki bu menfaat çatışmasının seviyesi, girişim şirketi bakımından söz konusu olan ortak amaç veya “*affectio societatis*” unsurunu zayıflatmaktadır. Gerçekten, her iki grup ortağın farklı saik ve motivasyonları, pay sahipliği çıkarlarının farklı olması¹⁰⁴⁷ menfaat çatışmasının seviyesini artırmakta,

¹⁰⁴² Landier/Thesmar, agm, 3.

¹⁰⁴³ Cable/Shane, agm, 148.

¹⁰⁴⁴ Hall/Lerner, age, 624; Reilly/Sokol/Toniatti, agm, 163.; Eckermann, agm, 63.; Uludağ, age, s. 17.; Ibrahim, Exit in Venture Capital, 2.; Ertürk age, s. 72-73.

¹⁰⁴⁵ Girişimcinin, girişim sermayesi yatırımı yoluyla ortaklık kurmasının birçok faydası İkinci Bölümde detaylı olarak incelenmiştir. Bu noktada altı çizilmek istenen husus girişimcinin girişim şirketinin başarısına bağladığı şahsi kariyeri dolayısıyla ve psikolojik unsurlar sebebiyle girişim şirketinin uzun vadeli başarısını istemesidir.

¹⁰⁴⁶ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 258.

¹⁰⁴⁷ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 257.

seviyesi artan ve yönetilmesi zorlaşan menfaat çatışması ise zayıflatılmış bir ortak amaç unsuruna sebebiyet vermektedir.

4. Girişim sermayesi yatırımlarında menfaat çatışmasının yönetilmesinin

önemi

Bu çalışmanın ikinci bölümünde detaylı olarak açıklandığı üzere, girişim sermayesi yatırımlarında girişim şirketlerinin finansal yatırıma ilave olarak elde ettiği birçok menfaat bulunmaktadır¹⁰⁴⁸. Bu bakımdan girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişki bir geleneksel finansal yatırımın ötesinde önem arz etmektedir. Hatta, girişimci ile yatırımcı arasındaki iyi ilişkinin girişim şirketi bakımından gerçekleştirilen yatırımdan daha önemli olduğu dahi söylenebilecektir¹⁰⁴⁹. Bu alanda gerçekleştirilen çalışmalar, girişimci ile yatırımcı arasındaki iş birliğinin, girişim şirketinin başarısı bakımından bir koşul olduğunu ortaya koymaktadır¹⁰⁵⁰.

Girişimci ile yatırımcı arasındaki iş birliği ihtiyacını açıklayan kavramlardan birisi ‘bilgi özgüllüğü’¹⁰⁵¹dür. Bilgi özgüllüğü, girişimcilerin ve yatırımcıların farklı bilgi türlerinin geliştirilmesi konusunda uzmanlaştığı ve her bir tarafın bu alandaki avantajını kullanmasına olanak tanınması anlamını taşımaktadır¹⁰⁵². Örneğin, yatırımcı sahip olduğu bağlantılar dolayısıyla, girişim şirketinin fonlardan daha ucuza yararlanmalarını sağlar. Bununla birlikte girişimci de yeni iş fırsatlarının bulunması, bu fırsatların hayata geçirilmesi veya yenilikçi bir teknolojinin uygulamaya konulması gibi konularda daha yeteneklidir. Ayrıca, girişimci ile yatırımcı arasındaki olası bir çatışmanın girişim şirketini de kapsayacak şekilde tüm taraflar açısından ciddi bir itibar etkisi söz konusu olacaktır.

Girişim şirketine özgü risk, girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi ve inanç asimetrisi, girişim şirketinin yarattığı ekonomik değer, girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkinin niteliği ve süresi üzerinde baskın bir şekilde etki

¹⁰⁴⁸ İkinci Bölüm, I.D. s. 117-123.

¹⁰⁴⁹ Cable/Shane, agm, 143.

¹⁰⁵⁰ Cable/Shane, agm, 143.

¹⁰⁵¹ Bilgi özgüllüğü ‘*knowledge specificity*’ kavramının Türkçe karşılığı olarak kullanılmıştır.

¹⁰⁵² Cable/Shane, agm, 143.

göstermektedir¹⁰⁵³. Bu çerçevede, girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkinin doğru yönetilmemesi, girişimcilik ekosisteminde yer alan yatırımların etkisiz kalmasına ve kaynakların boşa harcanmasına sebebiyet vermektedir¹⁰⁵⁴.

Uluslararası literatürde girişimcinin korunmasına yönelik olarak yapılan çalışmalar, genellikle yatırımcı menfaatlerini, yatırımcının ekonomik olarak güçlü pozisyonu dolayısıyla, göz ardı etmektedir. Bununla birlikte, girişimci ile birlikte yatırımcının korunmasına ilişkin sistemin kurulamaması, ülkedeki yatırım iştahını azaltarak bütün taraflar bakımından olumsuz sonuçlar doğuracaktır. Girişim sermayesi yatırımlarında ortaya çıkan menfaat çatışmasının yatırımcı açısından önemli olumsuz sonuçlar doğurması¹⁰⁵⁵, yatırımcı menfaatlerinin de bu çatışma karşısında korunmasını gerektirmektedir.

Bu bağlamda, girişim sermayesi yatırımı işleminin bütün taraflarının korunması, evvela bir girişimcilik kültürü sorunu olarak ekonomik, sosyolojik ve psikolojik birçok etkeni içerecek şekilde üzerinde çalışılması gereken bir meseledir. Konunun hukuki tarafı ise en az ekonomik tarafı kadar önemlidir. Girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan sözleşmeler ve girişim sermayesinin yönetilmesine ilişkin kurumsal yönetim prensipleri, girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmalarının yönetilmesi ve bütün paydaşların söz konusu yatırımdan en yüksek geri dönüşü alabilmeleri açısından üzerinde durulması gereken konular olarak karşımıza çıkmaktadır.

III. Menfaat Çatışmalarının Yönetilmesi ve Etkisinin En Aza İndirilmesi Amacıyla Uygulanabilecek Hukuki Mekanizmalar

A. Genel Çerçeve

Yukarıda yapılmış olan bütün açıklamalar, girişim sermayesi yatırımları bakımından hem yatırım öncesi dönemde hem de yatırım sonrasında, girişimci ile

¹⁰⁵³ Giat, Y. (2005). *Venture Capital Financing With Staged Investment, Agency Conflicts and Asymmetric Beliefs*. Georgia Institute of Technology. School of Industrial and Systems Engineering Georgia Institute of Technology, Yayınlanmamış Doktora Tezi. s. 24.

¹⁰⁵⁴ Robinson, I. J. (2001). "Venture Capital Company Board and Management Guidelines in the United States". *International Business Lawyer*, 29(6), ss. 268-279, s. 268.

¹⁰⁵⁵ Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts." *The Review of Economic Studies*, 70(2), ss. 281-315, s. 281-282. (Financial Contracting Theory).

yatırımcı arasında göz ardı edilemez bir menfaat çatışması olduğunu göstermektedir. Bu menfaat çatışmasının doğru yönetilememesinin ve girişim şirketi üzerindeki etkisinin asgari seviyeye indirilememesinin en başta girişim şirketi, yatırımcı, girişimci ve diğer paydaşların menfaatleri, ülke ekonomisi ve toplum açısından yadsınamayacak sonuçları bulunmaktadır.

Özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ve canlı bir girişimcilik ekosistemine sahip olan bir ülke bakımından girişimcilerin olduğu kadar yatırımcıların da korunması gerektiği açıktır. Girişim sermayesi yatırımcısının yapmış olduğu yatırımların korunmasını imtiyazlı paylar yoluyla talep etmesi yaygın ve haklı bir talep olarak ortaya çıkmaktadır¹⁰⁵⁶. Girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının etkisi ve ölçeği dikkate alındığında, yatırımcının bu talebi haklı bir çerçeveye oturmuş görünmektedir. Yatırımcı menfaatleri ile girişimci menfaatlerinin dengelenmediği bir senaryo, yatırımcı bakımından yatırım yapmama yönünde bir teşvik yaratacak ve toplum refahı önemli ölçüde düşecektir.

Çalışmamızın bu bölümünde, girişim sermayesi yatırımlarında söz konusu olan sözleşmesel araçlar ve bu araçların menfaat çatışmalarının yönetilmesindeki rolü ile girişim şirketinin ve menfaat çatışmalarının yönetilmesine ilişkin temel kurumsal yönetim mekanizmaları incelenecektir. Türk hukuk sisteminin emredici düzenlemelerinin girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasını önlemeye yeterli olmadığı nazara alındığında, girişim sermayesi yatırımlarında, girişimci ve yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetiminin ancak önceden ve doğru bir şekilde müzakere edilmiş sözleşmelerle mümkün olabileceği kanaatindeyiz.

Bu başlık altında gerçekleştirdiğimiz incelemeyi sistematik sebeplerle (i) sözleşmesel düzenlemeler ve (ii) kurumsal yönetim düzenlemeleri olarak ikiye ayırmayı tercih ettik. Bununla beraber, kurumsal düzenlemeler başlığı altında inceleyeceğimiz hususlar da aslında sözleşmesel düzenlemelerin şirketin kurumsal yapısındaki yansımalarından ibarettir. Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetim başlığı altında yaptığımız açıklamalar mevzuat kapsamındaki herhangi bir kurumsal yönetim

¹⁰⁵⁶ Leisen, D. P. (2012). “Staged Venture Capital Contracting with Ratchets and Liquidation Rights.” *Review of Financial Economics*, 21(1), ss. 21-30, s. 22-23.; Reece/Ryan, age, 23.

düzenlemesini değil, tarafların müştereken mutabık kaldıkları sözleşmesel kurumsal yönetim düzenlemeleridir.

Bu kısımda sadece girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkiler incelenmiş olup girişim sermayesi kuruluşu içerisindeki menfaat sahipleri (girişim sermayesi fonunun veya ortaklığının yöneticileri ile bu kuruluşlara fon sağlayanlar) arasındaki ilişkiler bu çalışma kapsamında incelenmemiştir.

B. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Sözleşmesel Yönetim

1. Sözleşmesel yönetimin genel çerçevesi

Bu kısımda girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan sözleşme türleri ve bu sözleşme türlerinin yukarıda detaylı olarak açıklanmış olan menfaat çatışmalarının yönetilmesindeki rolü üzerinde durulacaktır. Anglo-Sakson hukuk öğretisinde, şirketlerin sözleşmelerin bir birleşimi olduğu görüşü çerçevesinde, sözleşmelerin menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından etkin olduğu yaygın bir şekilde ileri sürülmektedir¹⁰⁵⁷. Girişim sermayesi yatırımları bakımından taraflar arasındaki sözleşmeler, menfaat çatışmasını yönetmek için en yaygın ve en etkin yöntem olarak kullanılmaktadır. Girişim sermayesi yatırımcıları, sözleşmeler ile elde ettikleri haklarla yatırımlarının korunabilmesi için bir denge kurmaya çalışmaktadırlar. Bu sözleşmesel mekanizmaların yokluğunda yatırımcının girişim şirketi üzerindeki etkisi¹⁰⁵⁸ ve dolayısıyla yatırımın korunması için yetkisi çok sınırlı olacaktır. Girişim sermayesi yatırımlarında sözleşmesel yönetim ayrıca, menfaat çatışması riskinin yönetilmesi için gerekli olan denetim mekanizmalarının kurulmasında da son derece önemlidir.

Girişim sermayesi yatırımları bakımından sözleşmeleri temelde üçe ayırmak mümkündür. Bunları sırasıyla yatırımcının girişim şirketinde pay elde edilmesini

¹⁰⁵⁷ Armstrong, C. S., Guay, W. R., & Weber, J. P. (2010). "The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting." *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), ss. 179-234, s. 181-182.; Sözleşmelerin menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından rolü ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: Coase, R.(1937)."The Nature of the Firm". *Economica* 4, 386-405.; Alchian ,A., Demsetz, H., (1972). "Production Information Costs, and Economic Organization". *American Economic Review*, 62, 777-795.; Jensen/Meckling, age. ; Fama, E., Jensen, M., (1983). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.

¹⁰⁵⁸ Bengtsson, O., & Sensoy, B. A. (2011). "Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence From Venture Capital". *Journal of financial intermediation*, 20(4), ss. 477-502, s. 478.

sağlayan iştirak ve/veya pay devir sözleşmeleri, yatırım sonrası süreçte girişim şirketinin yönetimine ilişkin olan pay sahipleri (hissedarlar) sözleşmeleri ve nihayetinde girişim ekosisteminde yaygın olarak kullanılan ve borç sermaye karması olarak isimlendirilen sözleşme türleri olarak sıralayabiliriz.

2. Pay devir sözleşmesi ve/veya iştirak sözleşmesi

Girişim şirketlerinde yatırım kavramı, bir şirketin belirli orandaki veya tüm paylarının mevcut ortaklar tarafından başka kişi veya kişilere devredilmesini ifade etmektedir. Girişim şirketlerinin anonim şirket şeklinde kurulmaları veya limited şirket olarak kurulan girişim şirketlerinin de anonim şirkete dönüşmeleri gerekmektedir¹⁰⁵⁹. Bu bağlamda, anonim şirketlere yapılacak yatırımların temelde sermaye artırımına iştirak ve/veya mevcut ortaklardan pay devri suretiyle yapılması söz konusu olmaktadır.

Türk hukuk sisteminde anonim ortaklıklarda pay iktisabı, payın aslen veya devren iktisabı yoluyla gerçekleştirilmektedir¹⁰⁶⁰. Aslen iktisapta, pay sahibi söz konusu payların ilk sahibidir ve payın doğması ile birlikte pay sahibi sıfatını kazanır. Aslen iktisap, anonim ortaklığının kuruluşunda veya sermaye artırımında yapılacak sermaye taahhüdü ile söz konusu olabilmektedir¹⁰⁶¹. Anonim şirketlerde payın kazanımını mümkün kılan diğer iktisap yöntemi ise devren iktisaptır. Bu iktisap türünde şirket payı, bu payın sahibi olan başka birinden devralınır¹⁰⁶². Bu kapsamda, çalışmamızın bu kısmında -girişim şirketleri özelinde-, birer girişim sermayesi yatırım aracı olarak iştirak sözleşmesi ve pay devir sözleşmesi incelenecektir.

¹⁰⁵⁹ Bu zorunluluk hukuki olarak GSYO Tebliği veya GSYF Tebliği bakımından yapılacak yatırımlarda geçerlidir. Hukuken bir girişim sermayesi yatırımı olarak nitelendirilmese de işlevsel olarak bir girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilebilecek yatırımların limited şirketlere veya başka şirket türlerine de yapılması mümkündür.

¹⁰⁶⁰ Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, 200.; Sevi, A.M. (2018). *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, s 38. (Payın Devri); Özdamar, E. (2019). *Anonim Şirkette Pay Devri*. Ankara: Adalet Yayınevi, 41.

¹⁰⁶¹ İmregün, Anonim Ortaklıklar, 274.; Özdamar, M. (2005). *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK m. 329)*. Yetkin Yayınları: Ankara. s 53-54. (TTK m. 329); Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, 200.; Anonim ortaklıklarda birleşme, bölünme ve tür değiştirme işlemlerinde de aslen iktisabın söz konusu olduğuna ilişkin tartışma için bkz: Taşdelen, N. (2005). *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibi Sıfatının Kazanılması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, s 59 vd.; Sevi, Payın Devri, s 39.; İmregün, age, 274.; Çevik, O. N. (1994). *Uygulamada Şirketler Hukuku*. Ankara: Yetkin Yayıncılık. s 374.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, Şirketler Hukuku, 424.

¹⁰⁶² Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, 200; Özdamar, age, 42.; Taşdelen, age, 42.; Özdamar, TTK m. 329, s 54.

a. Pay devir sözleşmesi

Bu bölümde, girişim sermayesi yatırımları bakımından önemli olduğu ölçüde, pay devir sözleşmesinin niteliği ve girişim sermayesi yatırımları açısından pay devir sözleşmelerinde yer alan bir kısım hükümler incelenecektir.

aa. Niteliği

Girişim şirketlerine yatırım aracı olarak yaygın ve geleneksel şekilde kullanılan sözleşme, pay devir sözleşmesidir¹⁰⁶³. Pay devir sözleşmesinin hukuken zorunlu olmadığını, anonim şirket pay senetlerinin herhangi bir sözleşmesel ilişki söz konusu olmaksızın, doğrudan ciro ve/veya zilyetliğin devri yöntemiyle devre konu olabileceğini ifade etmek gerekir. Bununla birlikte, özellikle girişim sermayesi ekosisteminde pay devrinin öncülü olarak ve hatta genellikle taraflar arasındaki hukuki işlemin genel bir yol haritası niteliğinde olan bir pay devir sözleşmesi imzalanması neredeyse ticari teamül halini almıştır. Ayrıca, GSYO ve GSYF Tebliğlerine göre yapılacak olan işlemler bakımından pay devir sözleşmesi imzalanması ve bu sözleşmenin SPK'ya iletilmesi zorunludur¹⁰⁶⁴.

Girişim şirketlerine yatırım işlemleri bağlamında, yukarıda açıklandığı üzere, pay devir işlemleri ile genellikle anonim şirketin azlık paylarının devralınması sağlanmaktadır. Girişim şirketinin kontrolünü sağlayacak orandaki bir pay devrinin gerçekleştirilmesi de pay devir sözleşmesi ile mümkündür ancak bu çalışma kapsamında girişim sermayesi yatırımcının gerçekleştirdiği yatırımla -genellikle- azınlık paylarının elde edilmesi ifade edilmektedir¹⁰⁶⁵.

Pay devir sözleşmesinin konusu, temel olarak pay sahibinin sözleşme konusu paylarını belirli bir ödeme karşılığında¹⁰⁶⁶ üçüncü bir kişiye devretmesidir. Bu

¹⁰⁶³ Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, 202.

¹⁰⁶⁴ GSYO Tebliği m. 23/3.; GSYF Tebliği m. 21/3.

¹⁰⁶⁵ Pay devir sözleşmesi ile şirketin paylarının bir kısmının, tamamının veya kontrolü sağlayacak bir kısmının devredilmesi sözleşme içeriği, ayıp ve tekeffül gibi bir kısım hükümlerin uygulanması bakımından farklılık yaratacak olsa da pay devir sözleşmesinin hukuki niteliği bakımından bir fark yaratmamaktadır.

¹⁰⁶⁶ Pay devir sözleşmesinde pay karşılığı nakdi ödeme yerine trampa ile başka şirketlere ilişkin hisse senetleri veya eşyanın devri de mümkündür. Bununla birlikte, çalışma konumuzu oluşturan yatırım işlemleri bakımından çok büyük çoğunlukla nakdi ödeme yapılmaktadır.

bağlamda pay devir sözleşmesi, mevcut pay sahibinin girişim şirketinde sahip olduğu hakların devri sonucunu doğurmaktadır¹⁰⁶⁷.

Pay devir sözleşmesi taahhüt işlemi niteliğinde iken payların ciro edilmesi¹⁰⁶⁸ ve/veya devri¹⁰⁶⁹ ise tasarruf işlemi niteliğindedir¹⁰⁷⁰. Bu kapsamda taraflarca imzalanmış olan pay devir sözleşmesi, tasarruf işleminin hukuki sebebinin ifade eder¹⁰⁷¹; bu sözleşmeye dayanarak ayrıca tasarruf işleminin gerçekleştirilmesi gerekir. Başka bir ifadeyle, pay devir sözleşmesinin imzalanmış olması doğrudan payların devri sonucunu doğurmayacak bunun için ayrıca pay senetlerinin teslimi ve/veya cirosu da gerekecektir. Bu çerçevede, pay devir sözleşmesi imzalanmış olmasına rağmen payların devri gerçekleştirilmemişse, devreden pay sahibi girişim şirketinin pay sahibi sıfatını korumaya devam eder.

Nama yazılı pay senetleri bakımından yukarıda yapılmış olan açıklamalara ilave olarak, her ne kadar girişim şirketlerinin hamile yazılı pay ihracı çok sınırlı olsa da, hamile yazılı payların devrine de kısaca değinmek gerekir. Hamile yazılı pay senetleri, devirlerinin görece hızlı ve kolay bir şekilde gerçekleşmesi dolayısıyla tercih edilmektedir¹⁰⁷². Hamile yazılı pay senetlerinin devri bakımından, 7262 sayılı Kitle İmha Silahlarının Yayılmasının Finansmanının Önlenmesine İlişkin Kanun'un¹⁰⁷³ 32. maddesi ile getirilen düzenlemeyle birlikte, pay senedinin zilyetliğinin devrine ilave olarak pay devrinin MKK'ya bildirilmesi zorunluluğu düzenlenmiştir. Bu kapsamda, hamile yazılı pay senetlerinin şirket ve üçüncü kişiler bakımından hüküm ifade etmesi, pay senedinin zilyetliğini devralanın MKK'ya yapacağı bir bildirimle mümkün olabilecektir¹⁰⁷⁴. Bu bildirimin yapılmaması

¹⁰⁶⁷ Buz, Ortaklık Paylarının Devri, 66-67. Altunbaş Sancak, age, 22.

¹⁰⁶⁸ TTK m. 490/2 uyarınca nama yazılı paylar, ciro edilmiş senedin zilyetliğinin devralana geçirilmesiyle devredilir.

¹⁰⁶⁹ TTK m489/1 uyarınca hamile yazılı paylar, şirket ve üçüncü kişiler hakkında, ancak zilyetliğin geçirilmesi suretiyle payı devralan tarafından Merkezi Kayıt Kuruluşuna yapılacak bildirimle devredilir.

¹⁰⁷⁰ Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, 205.; Pulaşlı, H. (1992). *Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri*. Ankara: Dayınlarlı Yayıncılık, s 33. (Nama Yazılı Pay Senetleri).; Sevi, Payın Devri, 41.

¹⁰⁷¹ Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, 205.

¹⁰⁷² Bozer, A., Göle, C. (2017). *Kıymetli Evrak Hukuku*. Güncellenmiş ve Genişletilmiş 7. Bası. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü. s. 35.; Kara, E. (2021). “Hamile Yazılı Pay Senetlerinin Devrinde Halka Kapalı Anonim Şirketler Açısından 7262 Sayılı Kanunla FEGG Doğrultusunda Yapılan Değişiklikler.” *Terazi Hukuk Dergisi*, S. 184. ss, 2320-2333.

¹⁰⁷³ 31 Aralık 2020 tarih ve 31351 (5. mükerrer) sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır.

¹⁰⁷⁴ TTK m. 489/1.

durumunda pay senedinin hamili, TTK kapsamındaki paya bağlı haklarını kullanamayacaktır¹⁰⁷⁵. Sonuç olarak, hamile yazılı pay senetlerinin devri ve bu devrin hüküm doğurması, pay senedinin zilyetliğinin geçirilmesi ve bu devrin MKK'ya bildirilmesiyle birlikte, bildirim tarihinden itibaren¹⁰⁷⁶ geçerli olacaktır¹⁰⁷⁷.

Burada, senede bağlanmamış paylar¹⁰⁷⁸ açısından da kısa bir açıklama yapılması gerekir. Anonim şirketler bakımından payın senede bağlanması, kural olarak, zorunluluk değildir ve senede bağlı pay ile senede bağlanmamış pay arasında haklar bakımından herhangi bir fark bulunmadığı kabul edilmektedir¹⁰⁷⁹. Türk hukukunda, sermaye borcu tamamen ödenmiş olan senede bağlı olmayan payların, yani payları karşılığında pay senedi veya ilmühaber çıkarılmamış olan payların, TBK m. 183 çerçevesinde alacağın temlik hükümlerine göre devredileceği kabul edilmektedir¹⁰⁸⁰. Bu çerçevede, bahsi geçen alacağın temlik işlemi, devreden ve devralanın imzalayacağı, yazılı¹⁰⁸¹ bir temlik sözleşmesi ile gerçekleştirilir. Bu sözleşme bakımından tasarruf ve taahhüt işlemleri birleşmiş olmaktadır. Bedeli ödenmiş ancak senede bağlanmamış paylar yönünden durum bu olmakla beraber, bedeli ödenmemiş ve senede bağlanmamış paylar bakımından, şirketin alacaklı sıfatı

¹⁰⁷⁵ TTK m. 489/1.

¹⁰⁷⁶ TTK m. 489/2.

¹⁰⁷⁷ Konuyla ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: Tütüncü, M. (2017). “Anonim” Şirketlerin Sonu: Hamiline Yazılı Pay Senetleri İçin Öngörülen Yeni Düzenlemeler”. *İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 16, S. 2. ss. 749-782. ; Ünal, M. (2021). “7262 Sayılı Kanun ile Türk Ticaret Kanunu’nda Yapılan Değişikliklerin Değerlendirilmesi”. *Lexpera Blog*. <https://blog.lexpera.com.tr/7262-sayili-kanun-ile-turk-ticaret-kanununda-yapilan-degisikliklerin-degerlendirilmesi/>. (e.t. 30.04.2024); Tarhan, D. G. (2021). “Türk Ticaret Kanunu’nda Öngörülen Hamiline Yazılı Pay Senedi Devirlerinin Bildirilmesi Zorunluluğu”. *Lexpera Blog*. <https://blog.lexpera.com.tr/turk-ticaret-kanununda-ongorulen-hamiline-yazili-pay-senedi-devirlerinin-bildirilmesi-zorunlulugu/> (e.t. 30.04.2024).

¹⁰⁷⁸ Senede bağlanmamış paylar çıplak pay olarak da isimlendirilmektedir. Kaya, M. İ., Tatlı, B. (2023). *Ticaret Hukuku I (Ticari İşletme ve Ortaklıklar Hukuku)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. s. 294.

¹⁰⁷⁹ Çonkar, M. H. (2009). *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının İspatlanması*. Vedat Kitapçılık: İstanbul, s 48.; Arslanlı, H. (1958). “Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği.” *İÜHF*, 28,(3-4), 248-290.

¹⁰⁸⁰ Sevi, Payın Devri, 254.; Arslanlı, H. (1960). *Anonim Şirketler*, C I. Umumi Hükümler. Fakülteler Matbaası, s. 149 (Anonim Şirketler, I.); Paslı, Anonim Ortaklığın Devralınması, 206.; Tekinalp, Ü. (2000). “Nama Yazılı Kaydı Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği”. *Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan*, s 542.; Kendigelen, A. (2006). “Adi Şirket, Ticaret Şirketleri ve Kooperatife İlişkin Payların Devrinde Şekil” *Makalelerim*, C.I, 1986-2001, 2. Bası. Arıkan Yayınevi, s 215-243.; Pulaşlı, Nama Yazılı Pay Senetleri, 34.; Çevik, O. N. (2002). *Uygulamada Şirketler Hukuku*. Gözden Geçirilmiş, Güncelleştirilmiş Üçüncü Baskı. Yetkin Yayınları: Ankara. s 554.; Kaya/Tatlı, age, 294.

¹⁰⁸¹ TBK m. 184/1- Alacağın devrinin geçerliliği, yazılı şekilde yapılmış olmasına bağlıdır.

devam ettiği için borcun üstlenilmesi¹⁰⁸² söz konusu olur ve bu durumda şirketin onayının alınması gerekir¹⁰⁸³.

Sonuç olarak, anonim şirket niteliğindeki girişim şirketlerinin nama yazılı pay senetlerinin devri, taahhüt niteliğindeki bir pay devir sözleşmesinin imzalanması ve bu sözleşmenin imzalanmasından sonra tasarruf niteliğindeki ciro ve/veya devir işleminin gerçekleştirilmesiyle tamamlanmış olur. Nama yazılı paylar bakımından, şirket esas sözleşmesinde, yönetim kurulunun onayı veya benzer bir bağlam hükmü¹⁰⁸⁴ bulunmadığı takdirde, pay devir sözleşmesinin geçerliliği için başkaca bir işleme ihtiyaç bulunmamaktadır. Bununla birlikte, TTK m. 499/4¹⁰⁸⁵ uyarınca, pay sahipliğinden doğan hakların şirkete karşı kullanılabilmesi için pay defterine kayıt zorunludur. Başka bir ifadeyle, anonim şirket paylarının pay defterine kayıt zorunluluğu olmaksızın birden fazla kez el değiştirmesi mümkünken, söz konusu paylardan doğan hakların¹⁰⁸⁶ şirkete karşı ileri sürülebilmesi ancak pay defterine kayıtlı birlikte söz konusu olabilecektir¹⁰⁸⁷.

¹⁰⁸² TBK m. 195 vd.

¹⁰⁸³ Pash, Anonim Ortaklığın Devralınması, 206.; Kaya/Tatlı, age, 294.

¹⁰⁸⁴ TTK m. 490/1 hükmü uyarınca, Türk hukukunda, anonim şirket nama yazılı paylarının esas sözleşme veya kanunda aksi öngörülmedikçe, devredilebilir olması temel ilkedir. Bununla birlikte, kanunda veya esas sözleşmede yer alan düzenlemeler çerçevesinde anonim şirket nama yazılı paylarının devredilebilirliğinin sınırlandırılması mümkündür. Türk hukukunda pay devrinin sınırlandırılmasına ilişkin detaylı bilgi için bkz: Tekinalp, Ü. (2012). *Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, Pay Defteri Hukuku İle*. İstanbul: Vedat Kitapçılık (Bağlam); Bozkurt, T. (2023). *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması* (Bağlam), 2. Baskı. Ankara: Yetkin Yayıncılık; Akın, M. Y. (2014). *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*. İstanbul: Vedat Kitapçılık; Altay, S. A. (2009). “Türk ve İsviçre Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Esas Sözleşmesel Bağlam”, *İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri*, İstanbul, s. 563-637.; Karasu, R. (2008). “Türk ticaret kanunu tasarisına göre nama yazılı payların devrinin sınırlandırılması”, *GÜHFD C. XII*,(1-2), 127-147.; Pulaşlı, Nama Yazılı Pay Senetleri.; Uzel, N. (2013). 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’na Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

¹⁰⁸⁵ TTK m. 499/4-Şirketle ilişkilerde, sadece pay defterinde kayıtlı bulunan kimse pay sahibi ve intifa hakkı sahibi olarak kabul edilir.

¹⁰⁸⁶ Genel kurula katılma hakkı (TTK m.425), oy hakkı (TTK m.434), bilgi alma ve inceleme hakkı (TTK m.437), özel denetçi atanmasını talep hakkı (TTK m.438), rüçhan hakkı (TTK m.461) bu haklar arasında sayılabilecektir.

¹⁰⁸⁷ Pay defterine kaydın kurucu mu açıklayıcı mı etkiye sahip olduğu konusu öğretide tartışılmış olsa da Yargıtay’ın da iştirak ettiği baskın görüş, pay defterine kaydın açıklayıcı olduğu yönündedir. Arslanlı, Anonim Şirketler C. I, 183.; İmregün, Anonim Ortaklıklar, 366.; Pulaşlı, Nama Yazılı Pay Senetleri, 82.; Tekinalp, Bağlam, 97.; Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 23.11.1978 Tarihli, 1978/4631 E. ve 1978/5252 K. Sayılı Kararı.

bb. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin yönetilmesindeki işlevi

i) Genel olarak

Pay devir sözleşmelerini içerik olarak iki kısma ayırabiliriz. Pay devir sözleşmesi öncelikli olarak, amaçladığı işlem olan pay devrini, başka bir ifadeyle yatırımın gerçekleşme sürecini açıklar. Pay devir sözleşmesinde; ne kadar payın devredileceği, bu devir karşılığında kime ne kadar pay devir bedeli ödeneceği, pay senetlerinin ne zaman ciro ve/veya teslim edileceği, pay devir neticesinde yönetim kurulundan çıkacak olan veya yönetim kuruluna girecek olan kimseler gibi operasyonel ve finansal hususlar bulunur.

Pay devir sözleşmelerinin ikinci kısmında ise satıcının pay devri dolayısıyla sorumluluğu, şirkete ilişkin beyanları ve tekeffülleri düzenlenir. Pay devir sözleşmesinde yer alan bu düzenlemeler temel olarak pay devirlerindeki sorumluluk rejimi ile alakalı olan kanuni boşluğun doldurulması maksadıyla ve Anglosakson hukukunun etkisiyle¹⁰⁸⁸ uygulamada yaygın olarak kullanılmaktadır¹⁰⁸⁹. Bu kapsamda pay devir sözleşmeleri uygulama standardında ‘beyanlar ve tekeffüller’ (*representations and warranties*) adı altında satıcının şirkete ilişkin bir kısım konularda sorumluluk üstlendiği hususlar yer alır.

Satıcı tarafından yapılan bu beyan ve tekeffüller, pay devrine konu olan girişim şirketinin geçmiş ve mevcut özelliklerine ilişkin beyanları ifade eder¹⁰⁹⁰. Başka bir ifadeyle, bu beyanlar ile girişim sermayesi yatırımcısı, yatırım yapmaya ikna edilmiş olur. Teorik olarak bu beyanların yanlış ve eksik çıkması durumunda, halin özelliklerine göre, alıcının tazminat talep etme ve sözleşmeden dönme gibi hakları kullanabilmesi mümkündür. Burada, beyan edilen hususun alıcı açısından arz ettiği önem belirleyici olmaktadır. Yani, satıcı tarafından beyan edilen hususun yanlış veya eksik çıkması, bu yanlışlığın veya eksikliğin niteliğine göre tazminat talep etme veya sözleşmeden dönme gibi hakların kullanılmasına dayanak teşkil edebilecektir.

¹⁰⁸⁸ Anglosakson hukukunda pay devirlerinde alıcının kanuni koruması bulunmamaktadır. Bkz: Kitching, J, Young, J. (1995). “Buying and Selling a Business: Warranties and Indemnities”, *I.C.C.L.R.* 1995, 6(10), s. 336; Altunbaş Sancak, age, 111

¹⁰⁸⁹ Altunbaş Sancak, age, 120-121.

¹⁰⁹⁰ Altunbaş Sancak, age, 123-124.; Klonowski, Investment Process, 158.

Beyan ve tekeffül hükümleri, taraflar arasında giderilmesi mümkün olmayan bilgi asimetrisinin yönetilmesine imkân sağlamaktadır. Daha önce ifade edildiği üzere, alıcı tarafından gerçekleştirilen “*due diligence*” sürecinin asıl amacı alıcı ile satıcı arasındaki bilgi asimetrisini gidermek veya en aza indirmektir¹⁰⁹¹. Bu çerçevede alıcı, görevlendirdiği danışmanlar ve uzmanlar aracılığıyla girişim şirketinin faaliyet konusuna ilişkin olarak vergi, finans, hukuk, çevre, endüstri ilişkileri gibi birçok alanda detaylı bir inceleme gerçekleştirilir. Bununla beraber bu incelemeler neticesinde de bilgi asimetrisinin tamamen giderilmesi mümkün değildir. Bu incelemeler, nihayetinde, satıcının sağladığı bilgi ve belgeler üzerinde ve satıcının müsaade ettiği kadar yapılmaktadır. Girişim şirketlerinde, yatırımcı ile girişimci arasında yatırım öncesinde söz konusu olan menfaat çatışması dikkate alındığında, girişimcinin bütün bilgileri objektif ve net olarak vermesinin beklenmesi menfaat çatışmasının doğasına aykırı olarak kabul edilmelidir. Yapılan incelemelere rağmen taraflar arasında belli bir ölçüde bilgi asimetrisi varlığını korumaya devam eder. Bu açıdan, pay devir sözleşmesinde yer alan beyan ve tekeffüller bu bilgi asimetrisinin etkisini en aza indirmeye yönelik bir işlev göstermektedir.

Girişim şirketlerinde satıcının yani girişimcinin beyan ve tekeffüllerinin neleri kapsadığı girişim şirketinin faaliyet konusu ile yakından ilgilidir. Bu bakımdan, payları devre konu girişim sermayesinin faaliyet alanı ekseninde bir inceleme yapılması ve yine bu faaliyet alanı dikkate alınarak beyan ve tekeffüller hazırlanması gerekmektedir. Girişim sermayesi ekosisteminde; girişim şirketinin hukuki statüsü ve payların hukuki durumu¹⁰⁹², girişim şirketinin sahip olduğu fikri mülkiyet hakları, girişim şirketinin finansal tabloları¹⁰⁹³, açıklanmış veya açıklanmamış borçları, mal varlıkları, sigortaları, önemli sözleşmeleri, yargılama aşamasına geçmiş olan ya da

¹⁰⁹¹ Uygulamada yatırım giderlerinin de en az seviyeye düşürülebilmesini teminen, şirket faaliyetlerinin son derece sınırlı olduğu özellikle tohum aşamasındaki girişim şirketleri bakımından sınırlı bir inceleme yapılması veya hiç inceleme yapılmamasına yaygın bir şekilde rastlanmaktadır.

¹⁰⁹² Bu kapsamda yer alan beyan ve tekeffüller, şirketin herhangi bir iflas sürecine dâhil olmadığı, paylar açısından herhangi bir ön alım hakkının söz konusu olmadığı gibi hususlardan oluşmaktadır. Lajoux age, 641-642.; Altunbaş Sancak, age, 124-125.

¹⁰⁹³ Girişim şirketlerinin finansal tablolarına ayrıca değinmek gerekir. Yukarıda detaylı olarak açıklandığı üzere girişim şirketleri, henüz gelişme aşamasında olan, bu bakımdan oturmuş bir nakit akışı ve geliri olmayan şirketleri ifade etmektedir. Bununla beraber, girişim şirketinin henüz uygun bir nakit akışının olmaması finansal tablolarının olmaması veya mevcut olmaması sonucunu doğurmamalıdır. Öncelikle bir anonim şirket olan girişim şirketlerinin TTK m. 515’te düzenlenmiş olan dürüst resim ilkesine tabidir.

henüz geçmemiş olan uyuşmazlıkları, vergi borçları, tâbi olduğu regülasyonlarla ilgili izinleri ve ruhsatları, bilgi teknolojileri ve kişisel verilerin korunması hukukuna ilişkin beyanları ve tekeffülleri bu kapsamda en sık rastlanan beyan ve tekeffüller arasındadır¹⁰⁹⁴.

Bu beyan ve tekeffüller arasında özellikle girişimcilik ekosistemi açısından önem arz eden birkaç konuya değinmeden önce kısaca pay devir sözleşmesinde yer alan beyan ve tekeffüllerin hukuki niteliğini incelemek gerekir. Pay satış sözleşmesinde yer alan beyan ve tekeffüllerin hukuki niteliğine ilişkin olarak öğretide, TBK m. 219¹⁰⁹⁵ bağlamında subjektif nitelik bildirimi¹⁰⁹⁶ ve garanti taahhüdü¹⁰⁹⁷ olduğu yönünde görüşler bulunmaktadır¹⁰⁹⁸.

Somut bir beyan ve tekeffülün bu nitelendirmelerden hangisi olduğuna ilişkin değerlendirme, ilgili sözleşme ile beyan ve taahhüt metninin birlikte değerlendirilmesi neticesinde yapılmalıdır¹⁰⁹⁹. Bununla birlikte, işlevsel açıdan yaklaştığımızda, her iki nitelendirmenin de netice itibarıyla satıcının beyan ve tekeffülde bulunduğu hususlar bakımından sorumluluğunu doğurması beklenmektedir ve asli işlevi bu beyan ve tekeffülün ihlali durumunda tazminat veya sözleşmeden dönme bakımından dayanak teşkil edebilmesidir. Bununla birlikte, beyan ve tekeffülün hukuki nitelendirmesinin uygulanacak olan hükümler bakımından önem arz ettiğini belirtmek gerekir¹¹⁰⁰.

ii) Girişim Şirketinin Finansal Tabloları

Daha önce açıklandığı üzere girişim şirketleri, henüz gelişme aşamasında olan, bu bakımdan oturmuş bir nakit akışı ve geliri olmayan şirketleri ifade etmektedir. Bununla beraber, girişim şirketinin henüz uygun bir nakit akışının olmaması finansal

¹⁰⁹⁴ Lajoux, A. R. (2019). *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, and Buyout Guide*, 5. Bası, McGraw-Hill, s 583.; Altunbaş Sancak, age, 126-140.

¹⁰⁹⁵ TBK m. 219/1- “Satıcı, alıcıya karşı herhangi bir surette bildirdiği niteliklerin satılarda bulunmaması sebebiyle sorumlu olduğu gibi, nitelik veya niteliği etkileyen niceliğine aykırı olan, kullanım amacı bakımından değerini ve alıcının ondan beklediği faydaları ortadan kaldıran veya önemli ölçüde azaltan maddi, hukuki ya da ekonomik ayıpların bulunmasından da sorumlu olur.”

¹⁰⁹⁶; Esin, İ. G., Lokmanhekim, S. T. (2003). *Uygulamada Birleşme ve Devralmalar*, İstanbul: Beta Yayınları. s. 39; Çelebi, A. E. (2016). *Birleşme ve Devralma İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar ve Tahkim*, İstanbul: Vedat Kitapçılık, s 35.

¹⁰⁹⁷ Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 205 ve 258.

¹⁰⁹⁸ Altunbaş Sancak, age, 141-162.

¹⁰⁹⁹ Altunbaş Sancak, age, 144.

¹¹⁰⁰ Detaylı bilgi için bkz: Altunbaş Sancak, age, 144.

tablolarının olmaması veya mevcut olmaması sonucunu doğurmamaktadır. Öncelikle bir anonim şirket olan girişim şirketlerinin TTK m. 515'te¹¹⁰¹ düzenlenmiş olan dürüst resim ilkesine¹¹⁰² tabi olması¹¹⁰³, vergisel gerekliliklere ilave olarak bu durumu zorunlu tutmaktadır. Girişim şirketinin finansal tablolarının doğru ve usule uygun olması pratik sebeplerle de önemlidir. Yatırım öncesi aşamada şirket hakkındaki en temel göstergelerden biri finansal tablolar olduğu için buradaki özensizlik ticari olarak yatırım sürecini tehlikeye sokma potansiyelini taşımaktadır.

iii) Girişim Şirketinin Sahip Olduğu Fikri ve Sınai Mülkiyet Hakları

Girişim şirketleri ile ilgili olarak fikri mülkiyet hakları konusuna bir başlık açmak gerekir. Bu çalışmanın ilk bölümünde açıklanmış olduğu üzere girişim şirketlerinin en büyük mal varlığı ve bu şirketlerin kısa vadede büyüme göstermelerini sağlayan temel husus, sahip oldukları fikri ve sınai mülkiyet haklarıdır. Pay satış sözleşmelerinde, fikri mülkiyet haklarına ilişkin olarak çok geniş bir kapsamda; marka, patent, tasarım, faydalı model, telif hakları gibi bütün fikri mülkiyet haklarına ilişkin hak sahipliği, bu haklar kapsamında üçüncü kişilerin herhangi bir hakka sahip olmadığı, bu haklarla ilgili herhangi bir uyuşmazlık olmadığı gibi hususlar beyan ve tekeffüller arasında yer alır¹¹⁰⁴.

Bu noktada girişim şirketleri ile ilgili özel bir konuya da değinmek gerekir. Girişim şirketleri bakımından patent, marka, tasarım gibi fikri mülkiyet hakları büyük öneme sahip olsa da özellikle son dönemde girişim şirketlerinin büyük çoğunluğunun daha çok yazılım merkezli ürünlerle ön plana çıktığı görülmektedir. Bu bakımdan bu şirketlerin en önemli varlıkları tescili olmayan yazılımlar¹¹⁰⁵, ticari

¹¹⁰¹ TTK m. 515- Anonim şirketlerin finansal tabloları, Türkiye Muhasebe Standartlarına göre şirketin mal varlığını, borç ve yükümlülüklerini, öz kaynaklarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, ihtiyaçlara ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde; şeffaf ve güvenilir olarak; gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtabilecek şekilde çıkarılır.

¹¹⁰² Dürüst resim ilkesi hakkında bkz. Manavgat, Ç. (2019). “Anonim Ortaklıklarda Dürüst Resim İlkesi Kapsam ve İlkeye Aykırılığın Finansal Tabloların Geçerliliğine Etkisi”, *BATİDER*, 35, 4-5.

¹¹⁰³ TTK m. 375/1(c) ve ve TTK m. 553/1 uyarınca, çoğunlukla yönetim kurulu üyesi olan girişimcinin de hukuki sorumluluğunu söz konusu olabilecektir.

¹¹⁰⁴ Lajoux, s. 663-665; Altunbaş Sancak, age, 114.

¹¹⁰⁵ Yazılım kavramı burada girişim şirketine ait olan süreçler, algoritmalar, data analiz süreçleri, derleme veriler, sistem ve/veya ürün konfigürasyonları, eğitim materyalleri, kalite dokümanlarını da kapsayacak şekilde geniş bir şekilde ele alınmaktadır. Bickerstaff, A., Brennan, K. M., & Maconick, E. (2020). “Considerations in Venture Capital and M&A Transactions in the AI Mobility Industry.” *İç Global Legal Insights AI, Machine Learning & Big Data*. s 14.

sırlar¹¹⁰⁶ ve know-how gibi soyut mal varlığı değerleridir. Soyut bu değerlerin korunması ise kendisine özgü zorluklar ihtiva etmektedir¹¹⁰⁷.

Bu çerçevede, girişim şirketlerinin konu olduğu pay devir işlemlerinde bu konuya özel ihtimam gösterilmesi ve bu konudaki beyan ve tekeffüllerin dikkatle hazırlanması gerekir. Ayrıca, özellikle açık kaynak kodlu yazılımların¹¹⁰⁸ yaygınlaşması kapsamında, bu konunun da hem hukuki inceleme hem de beyan ve tekeffül konusu yapılması gerekir. Fikri mülkiyet açısından değerlendirme yapacak olursak, öncelikle yazılımların ve fikri hakların geliştirilmesine, lisanslanmasına veya kullanılmasına ilişkin sözleşmelerin¹¹⁰⁹, girişim şirketinin sahip olduğu fikri hakların teknik alt yapısının, bu fikri haklara ilişkin bütün bilgi ve belgelerin detaylı olarak incelenmesi gerekir. Açık kaynak kodlu yazılımlar ve fikri hak ihlalleri bakımından bu inceleme ile tam resmin elde edilmesinin mümkün olmaması karşısında, yatırımcının sahip olduğu bilgi asimetrisini yönetmek bakımından yeterli olacak beyan ve tekeffüllerin pay devir sözleşmesinde yer alması gerekir.

Son olarak, girişim şirketinin çalışanları ile girişim şirketi arasındaki ilişkinin de detaylı bir şekilde incelenmesi ve bu incelemelerin pay devir sözleşmesine yansıtılması önem arz eder. Bu kapsamda, çeşitli sebeplerle girişim şirketi ile çalışanlar arasında imzalanmış olan gizlilik sözleşmeleri ve fikri haklara ilişkin

¹¹⁰⁶ Özellikle yapay zekâ teknolojilerinde kullanılan girdilerin ticari sır olarak korunması söz konusu olmaktadır.

¹¹⁰⁷ Yazılımların hukuki yollarla korunmasına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz: Aksu, M (2006). *Bilgisayar Programlarının Fikri Mülkiyet Hukukunda Korunması*. Beta Basım: İstanbul.; Topaloğlu, M. (1997). *Bilgisayar Programları Üzerindeki Haklar ve Bu Hakların Korunması*. Bilişim Vakfı Yayınları, İstanbul.; Aksu, M. (2010). “Bilgisayar Programlarının Eser Niteliği ile Bunların Temelinde Yatan İlkelerin Korunması.” *Prof. Dr. Ali Güzel’e Armağan* Cilt II. İstanbul: Beta Yayınları, 1255-1291.; Bozgeyik, H., Bozgeyik, A. (2013). “Yazılımlar İçin Telif Hakkı Korumasında Güncel Sorunlar.” *Fikri Mülkiyet Hukuku Yıllığı 2012*. İstanbul: Yetkin Yayınları.; Memiş, T. (2009). “Fikri Hukuk Bakımından Kaynak Kodlarının Korunması”. *Fikri Mülkiyet Hukuku Yıllığı 2009*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 293-308.; Swinson, J. (1991). “Copyright or Patent or Both: An Algorithmic Approach to Computer Software Protection.” *Harv. JL & Tech.*, 5, 145; Maier, G. J. (1987). “Software Protection-Integrating Patent, Copyright and Trade Secret Law”. *J. Pat. & Trademark Off. Soc'y*, 69, 151.

¹¹⁰⁸ McGowan, D. (2005). “Legal Aspects of Free and Open Source Software”. *Perspectives on Free and Open Source Software*, 361, 392.; McGowan, D. (2001). “Legal Implications of Open-Source Software”. *U. Ill. L. Rev.*, 241.

¹¹⁰⁹ Bu sözleşmelerle sadece ticari nitelikteki tedarik veya hizmet sözleşmeleri değil, konunun hassasiyeti dikkate alınarak yazılım geliştirmede faaliyet gösteren çalışanların iş, danışmanlık gibi sözleşmelerinin de incelenmesi gerekir.

sözleşmeler incelenemese bile bu sözleşmelerin imzalandığına ve doğru bir içerikte olduğuna ilişkin beyan ve tekeffüllere pay devir sözleşmesinde yer verilmelidir¹¹¹⁰.

Fikri ve sınai mülkiyet hakları ile ilgili bu beyan ve tekeffüllerin ise en azından, geniş kapsamlı bir fikri ve sınai mülkiyet hak tanımı, fikri ve sınai hakların geçerliliği ve ilgili koruma tedbirlerinin alınmış olduğu, çalışanlar tarafından fikri ve sınai mülkiyet haklarına ilişkin devirlerin yapıldığı, veri setleri ve veri tabanlarının mülkiyeti ve bunlara ilişkin yasal lisanslar, üçüncü taraf lisansları dâhil olmak üzere fikri ve sınai mülkiyet üzerindeki yükümlülükler, yazılımlar ve diğer ürünlerde arıza, virüs gibi kullanımı engelleyici kusurların bulunmaması gibi hususları kapsaması gerekir¹¹¹¹.

iv) Girişim Şirketinin Siber Güvenlik ve Kişisel Verilerin Korunması Mevzuatına Uyum

Girişim şirketleri bakımından bilgi teknolojileri alt yapısı ve kişisel verilerin korunması hukukuna ilişkin beyan ve tekeffüller özel önem arz eder. Özellikle yapay zekâ teknolojileri kullanılarak geliştirilen teknolojilere sahip olan girişim şirketleri çok fazla kişisel veri işleme faaliyetinde bulunmaktadır¹¹¹². Yapay zekanın geliştirilmesinden uygulanmasına kadar geçen her süreçte, veriye ihtiyaç duyduğu dikkate alındığında¹¹¹³, bu şirketler bakımından veri en temel ekonomik girdilerden biri olarak işlev göstermektedir¹¹¹⁴.

Bu durum, girişim şirketlerinin veri korunmasına ilişkin ulusal ve uluslararası mevzuata uyumunu kritik seviyede önemli hale getirmektedir. Veri sahiplerini, hassas bilgilere yetkisiz erişimden veya kötüye kullanımdan korumak için dünya genelinde veri gizliliği ve siber güvenlikle ilgili giderek daha külfetli ve kısıtlayıcı

¹¹¹⁰ Carney, W. J. (2008). "Venture Capital Financing and Documentation." In *Technological Innovation: Generating Economic Results* (ss. 287-311). Emerald Group Publishing Limited. s. 293.

¹¹¹¹ Bickerstaff/Brennan/Maconick, agm, 14.

¹¹¹² Jia, J., Jin, G. Z., & Wagman, L. (2021). "The Short-Run Effects of the General Data Protection Regulation on Technology Venture Investment". *Marketing Science*, 40(4), ss. 661-684, s. 661.

¹¹¹³ Mazurek, G., & Małagocka, K. (2019). "Perception of Privacy and Data Protection in the Context of the Development of Artificial Intelligence" *Journal of Management Analytics*, 6(4), ss. 344-364., s. 345.

¹¹¹⁴ Mazurek/Małagocka, agm, 344.; Bickerstaff/Brennan/Maconick, agm, 11.; Kuner, C., Cate, F. H., Lynskey, O., Millard, C., Ni Loideain, N., & Svantesson, D. J. B. (2018). "Expanding the Artificial Intelligence-Data Protection Debate" *International Data Privacy Law*, 8(4), ss. 289-292, s. 289-290.

düzenlemeler yürürlüğe girmektedir¹¹¹⁵. Bu düzenlemelerin şirket yöneticileri bakımından cezai sorumluluklar da getirdiği göz önüne alındığında siber güvenlik ve kişisel veri mevzuatına uyum azami derecede önemli hale gelmektedir.

Bu kapsamda, büyük veri ve yapay zekâ teknolojilerinden yararlanan şirketlerin proaktif bir şekilde siber güvenlik riskini azaltmak ve olası veri ihlallerinin önüne geçmek için önlemler alması gerekmektedir. Bu durumda bir yatırım işleminden önce yapılacak dikkatli bir inceleme, girişim şirketinin siber güvenlik sağlamlığını, mevzuata uyumluluğunu ortaya çıkarabilecektir¹¹¹⁶. Sonuç olarak, yukarıda açıklanmış olan hususlara paralel olarak, girişim şirketlerinin konu olduğu yatırım işlemlerinde siber güvenlik ve veri koruma mevzuatına uyumla ilgili kapsamlı bir inceleme yapılmalı ve bu konularla ilgili herhangi bir açık ve ihlal olmadığına ilişkin beyan ve tekeffül alınmalıdır.

b. İştirak sözleşmesi

aa. Genel olarak

Girişim sermayesi yatırımlarında temel sözleşme, yatırım ve/veya pay devir sözleşmesidir. Yatırım sözleşmesi ile ifade edilen sözleşme türü, yatırımcının girişim şirketinde gerçekleştirilen sermaye artırımına iştirak ederek girişim şirketine yatırım yapması ve bunun karşılığında belirli bir sayıda ve oranda pay elde etmesini mümkün kılan sözleşmedir. İngilizce terminolojide “*share subscription agreement*” veya “*investment and subscription agreement*” olarak kullanılan¹¹¹⁷ bu sözleşmeye sermaye iştirak sözleşmesi, sermaye katılım sözleşmesi, sermaye katılımı taahhüdü sözleşmesi ismi de verilmektedir¹¹¹⁸.

İştirak sözleşmesi, girişimcilik ekosisteminde en yaygın kullanılan, en önemli sözleşmelerden biridir. İştirak sözleşmesi temel olarak, yatırımcının şirkete yapacağı yatırım karşılığında şirketin yeni pay ihraç edeceği ve ihraç edilen bu payların üçüncü kişi niteliğinde olan yatırımcıya satılacağı düzenlemelerini içeren sözleşmeyi

¹¹¹⁵ 6098 Sayılı Kişisel Verilerin Korunması Kanunu, General Data Protection Regulation (EU) 2016/679 (EU/EEA); California Consumer Privacy Act, Cal. Civ. Code § 1798.198(a), as amended by SB-1121 (2018) (State of California, United States) bu mevzuata örnek olarak gösterilebilecektir.

¹¹¹⁶ Bickerstaff/Brennan/Maconick, agm, 14.

¹¹¹⁷ Demaria, age, s. 360.

¹¹¹⁸ Şahin, N. (2023). *İştirak (Sermaye Katılım) Sözleşmeleri Yoluyla Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliğinin Kazanılması*. Ankara: Adalet Yayınevi, s 18.

ifade etmektedir¹¹¹⁹. İştirak sözleşmesi neticesinde girişim şirketinin var olan payları değil, henüz var olmayan ancak sermaye artırımını işlemi neticesinde hukuki varlık kazanacak olan payları yatırımcıya satılmaktadır. Bu bakımdan iştirak sözleşmesi neticesinde yatırımcı, söz konusu payları devren değil aslen iktisap etmiş olur¹¹²⁰.

bb. Niteliği, tarafları ve şekli

İştirak sözleşmesinin amacı, ekonomik olarak yatırımın doğrudan girişim şirketine aktarılmasıdır. İştirak sözleşmesinde yatırımcı bütün sermayeyi primli veya primsiz olarak gerçekleştiren sermaye artırımını sonrasında şirkete aktarır. Sermaye artırımını neticesinde girişim şirketine kaynak aktarılmış olmakla beraber mevcut pay sahiplerine herhangi bir ödeme yapılmaz. Bu yönüyle iştirak sözleşmesi pay devir sözleşmesinden ayrılır.

İştirak sözleşmesinin tarafları bakımından uygulamada farklılıklar bulunmaktadır. İştirak sözleşmesinde temel olarak girişim şirketinde sermaye artırımına katılarak taahhüt edilen payları almayı taahhüt eden yatırımcı alıcı sıfatını, sermaye artırımını neticesinde taahhüt edilen payları satmayı taahhüt eden ve sermaye artırımına katılmayan mevcut pay sahipleri veya girişimciler ise satıcı sıfatını taşımaktadır¹¹²¹. Girişim şirketinin kendisinin de sözleşmeye satıcı olarak taraf olduğu örnekler bulunmaktadır. Bizim de kanaatimiz, iştirak sözleşmesinde hem rüçhan hakkını kullanmayan mevcut pay sahiplerinin hem de şirketin kendisinin satıcı olarak sözleşmeye taraf olmasının daha doğru olduğu yönündedir¹¹²².

İştirak sözleşmesinin kanunda düzenlenmemiş olan isimsiz bir sözleşme olduğunu söylemek mümkündür¹¹²³. İştirak sözleşmesi en yalın haliyle mevcut pay sahiplerinin ve şirketin sözleşme konusu şirket paylarını çıkararak yatırımcıya

¹¹¹⁹ Şahin, age, s 18.; Bahtiyar, M. (2022). *Ortaklıklar Hukuku*, Güncellenmiş 16. Bası. İstanbul: Beta Yayınları, s 270.

¹¹²⁰ Şahin, age, 18.; Moroğlu, Sermaye Artırımı, 100.

¹¹²¹ Şahin, age, 23.

¹¹²² Şirket pay sahipleri ile şirketin farklı tüzel kişiler olduğu dikkate alındığında ortaklığın veya pay sahiplerinin taraf olduğu sözleşmeler sadece kendileri bakımından borçlar hukuku anlamında nisbi sonuç doğuracaktır. Şirketin veya pay sahiplerinin iştirak sözleşmesine taraf olmaması durumunda satıcı sıfatını haiz olan mevcut pay sahipleri veya şirket iştirak sözleşmesi ile sözleşmeye taraf olmayan şirket veya pay sahipleri bakımından üçüncü kişinin fiilini taahhüt edeceklerdir. Bu bakımdan hem şirketin hem de pay sahiplerinin taraf olması, her ikisinin kendi taahhütleri bakımından daha uygun olacaktır. Bu konuda ayrıntılı bilgi için bkz: Şahin, age, 84-90.

¹¹²³ Şahin, age, 27.

satımını konu etmektedir. Bu bakımdan iştirak sözleşmesinde satım sözleşmesine ilişkin unsurlar bulunmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken husus, iştirak sözleşmesinin imzalandığı esnada, sözleşme konusu payların henüz mevcut olmadığıdır. Satış sözleşmeleri bakımından satıma konu şeyin sözleşmenin akdedilme esnasında mevcut olması değil belirlenebilir olması sözleşmenin kurulması bakımından yeterli kabul edilmelidir¹¹²⁴. Bununla birlikte sözleşme konusu malın sözleşme ifa zamanında da mevcut olmaması durumunda başlangıçtaki ifa imkânsızlığı söz konusu olabilecektir¹¹²⁵. İştirak sözleşmesi kapsamında, satıcının yani girişimcilerin sermaye artırımına ilişkin genel kurula iştirak ederek sermaye artırımını kararı alacakları ve TTK'dan doğan rüçhan haklarını kullanmayacaklarına ilişkin taahhütler değerlendirildiğinde bu sözleşmelerin oy sözleşmelerine ilişkin unsurları da ihtiva ettiğini ifade etmek mümkündür¹¹²⁶.

Ayrıca, iştirak sözleşmesinin şirketler hukuku karakterli (korporatif) değil, bir borçlar hukuku karakterli sözleşme olduğunu da belirtmek gerekir. TTK m. 340 kapsamında, bu sözleşmenin şirket esas sözleşmesine aktarılması mümkün olmadığı gibi, şirketin organları bakımından sonuç doğurması da mümkün değildir. Bu sözleşmenin ihlali durumunda ancak tarafların borçlar hukuku anlamında zararı giderim yükümlülükleri söz konusu olabilecektir. Yukarıda hukuki niteliği açıklanmış olan iştirak sözleşmesi, kanaatimizce sui generis bir sözleşmedir¹¹²⁷. Bu sözleşme hem satış sözleşmesine hem oy sözleşmesine ilişkin unsurlar içermektedir. Bu kapsamda, bu sözleşmenin herhangi bir şekil şartına tabi olmadığını söylemek mümkündür. Bununla beraber, iştirak sözleşmesinin ifasının karmaşık yapısı ve ispat kolaylığı bakımından, iştirak sözleşmelerinin neredeyse tamamı yazılı olarak yapılmaktadır.

¹¹²⁴ Şahin, age, 30.; Gümüş, M. A. (2015). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Kısa Ders Kitabı*. İstanbul: Vedat Kitapçılık: s 21.; Öz, T. (2023). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, s 56-57. ; Kılıçoğlu, A. (2022). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, Gözden Geçirilmiş Güncellenmiş 4. Baskı. Ankara: Turhan Kitapevi: s 43.; Yavuz, C., Acar, F., Özen., B. (2022). *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, Birinci Cilt. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 65.; Aral/Ayrancı, 98.; Eren, Özel Hükümler, 34.

¹¹²⁵ Öz, Özel Hükümler, 57.; Kılıçoğlu, Özel Hükümler, 43.

¹¹²⁶ Şahin, age, 34.

¹¹²⁷ Şahin bu sözleşmenin bir satış sözleşmesi olarak nitelendirilebileceğini, sözleşmede yer alan diğer unsurların yardımcı unsur oldukları için sözleşmenin niteliğini değiştirmeyeceğini ifade etmektedir. Bkz: Şahin, age, 35-41.

cc. TTK sistemindeki yeri

İştirak sözleşmesinin hukukumuzda düzenlenmemiş olduğu ve borçlar hukukuna tabi bir sözleşme olduğu yukarıda açıklanmıştır. Bununla birlikte iştirak sözleşmesinin ifası korporatif düzlemde etki doğuran bir sözleşmedir. Başka bir ifade ile iştirak sözleşmesinin ifa edilebilmesi için anonim şirket organlarının yapması gereken işlemler bulunmaktadır.

TTK m. 459/1, artırılan payları temsil eden payların tamamının ya değişik esas sözleşme ya da iştirak taahhütnamesi ile taahhüt edileceğini düzenlemektedir. Bu durumda, iştirak sözleşmesi kapsamında yapılan sermaye artırımında yeni ortak ya esas sözleşme değişikliği ile taahhütte bulunacak ya da iştirak taahhütnamesi ile sermaye artırımına ilişkin taahhüt verecektir. TTK m. 459/2’de şartları düzenlenmiş olan iştirak taahhütnamesi ortaklığa yönelik bir öneri niteliğindedir¹¹²⁸. Bu durumda, iştirak taahhütnamesinin şirket tarafından açık veya zımni şekilde kabulü ile birlikte iştirak sözleşmesi kurulmuş olmaktadır¹¹²⁹.

İştirak sözleşmesinde ayrıca pay sahiplerinin kanuni rüçhan haklarını kullanmayarak yeni çıkarılan payları yatırımcılara sunmaları gerekmektedir. Bu ise mevcut pay sahiplerinin artırılan sermaye bakımından alıcı lehine rüçhan haklarından feragat etmeleri¹¹³⁰, rüçhan hakkını alıcıya devretmeleri¹¹³¹, rüçhan hakkının esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermayesi sisteminde ise yönetim kurulu tarafından kaldırılması veya kısıtlanması yoluyla¹¹³² gerçekleştirilebilecektir¹¹³³.

TTK m. 461/2’de yer alan düzenlemeye göre, pay sahiplerinin rüçhan hakkı ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az sermayenin yüzde altmışının

¹¹²⁸ Moroğlu, Sermaye Artırımı, 92.

¹¹²⁹ Moroğlu, Sermaye Artırımı, 93.

¹¹³⁰ Bir mal varlığı değeri olan rüçhan hakkı üzerinde hak sahiplerinin tasarruf edebilecekleri ve dolayısıyla mevcut pay sahiplerinin üçüncü kişiler lehine rüçhan hakkından feragat edebilecekleri kabul edilmelidir. Yıldız, Ş. (1996). *Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 138. (Yeni Pay Alma).; Şahin, age, 172.; Rüçhan hakkından üçüncü kişi lehine feragat esasında bu hakkın devrini teşkil etmektedir.

¹¹³¹ TTK m. 461/4. TTK’nın yürürlüğünden önce rüçhan hakkının devredilebilirliğine ilişkin açık bir hüküm olmamasına rağmen öğretide ve yargı kararlarında bu hakkın devredilebilir olduğu kabul edilmekteydi. Bkz: Poroy, R. Tekinalp, Ü. Çamoğlu, E. (2017). *Ortaklıklar hukuku II*, Yeniden Yazılmış 13. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 231. (Ortaklıklar II).

¹¹³² TTK m. 461/2

¹¹³³ Rüçhan hakkının kısıtlanması hakkında detaylı bilgi için Bkz: Bektaş, İ. (2023). *Anonim Ortaklıklarda Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü. s. 103-350.

olumlu oyu ile sınırlandırılabilceğı dñzenlenmektedir. TTK, haklı sebeplerin tanımını yapmamış, sadece halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmalarının haklı sebep teşkil edeceğini düzenlemiştir. TTK’da sayılan bu haklı sebepler sınırlı sayıda değildir ve “ortaklığın finansal menfaatleri”, ödeme dar boğazından kurtulma”, “teknoloji alınması” gibi sebeplerin de haklı sebep olarak kabul edilebileceğı TTK 461 gerekçesinde ifade edilmektedir.

Bu noktada, bir girişim şirketinin yatırım alacak olmasının haklı sebep teşkil edip etmeyeceğinin tartışılması gerekir. Öğretideki kabule göre; (i) haklı sebeple yapılan rüçhan hakkı kısıtlamalarının ortaklıktaki menfaat dengesine uygun olması ve (ii) haklı sebeple yapılan kısıtlamaların elverişlilik ve gereklilik özelliklerine sahip olması gerekmektedir¹¹³⁴. İştirak sözleşmesi ile girişim şirketine yapılan yatırım neticesinde, yeni yatırımcılar şirkete ortak olurken, şirket kurucularının yani girişimcilerin şirkette sahip oldukları ortaklık oranları sulandırılmış olur. Bununla birlikte, sermaye artırımını neticesinde girişim şirketine sermaye sağlandığı için şirketin ekonomik değeri artar. Yatırımcı tarafından şirkete aktarılan sermaye ile girişim şirketi faaliyetleri ve gelecek öngörüsü bakımından ihtiyaç duyduğu finansal kaynağa erişme imkânını elde etmektedir. İlâveten, yukarıda açıklanmış olduğu üzere, girişim sermayesi yatırımlarının girişim şirketine, finansman dışında da bir çok faydası bulunmaktadır¹¹³⁵. Bu açıdan, iştirak sözleşmesi kapsamında rüçhan hakkının kısıtlanmasının girişim şirketi bakımından bir haklı sebep teşkil edeceğini değerlendiriyoruz¹¹³⁶.

Bütün bu işlemler neticesinde yatırımcının girişim şirketinde pay sahibi sıfatını kazanabilmesi için sermaye artırım kararının tescil ve ilan edilmesi gerekmektedir¹¹³⁷. Sermaye artırımını bakımından tescil kurucu niteliktedir¹¹³⁸. Bu

¹¹³⁴ Bektaş, 175 200.

¹¹³⁵ İkinci Bölüm. I.D. s. 117-123.

¹¹³⁶ Önemli (stratejik) iş ilişkilerinin kurulmasının haklı sebep teşkil edebileceğine ilişkin bkz: Bektaş, 245-247.

¹¹³⁷ TTK m. 456/5 göndermesiyle TTK m. 455.

¹¹³⁸ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 240.; Moroğlu, Sermaye Artırımı, 108.

durumda, yeni paylar ancak tescilin tamamlanması ile birlikte hukuken ortaya çıkmış ve böylece iştirak sözleşmesi ifa edilmiş olmaktadır¹¹³⁹.

Bu noktada, girişim şirketi tarafından gerçekleştirilecek sermaye artırımının primli olmasının ve primli olması durumunda gerçek değeri üzerinden yapılmasının bir zorunluluk olup olmadığına değinmek gerekir. Bilindiği üzere anonim şirket paylarının nominal değeri ile gerçek değeri birbirinden farklı kavramları ifade etmektedir. Nominal değer payın tescil edilmiş olan değerini ifade ediyorken, gerçek değer¹¹⁴⁰ payın piyasa değerini veya değerlendirme çalışması neticesinde elde edilen değerini ifade etmektedir¹¹⁴¹. Girişim şirketleri bakımından iştirak sözleşmesi ile kararlaştırılmış olan pay bedelinin gerçek değerinin altında olması durumunda, sermaye artırımına iştirak eden yatırımcı gerçek değerinin altında bir bedelle pay edinerek kazançlı çıkmış olacakken, rüçhan hakkını kullanmayan mevcut pay sahipleri gerçek değerinin altında pay ihraç edilmiş olması dolayısıyla zarara uğramış olacaklardır¹¹⁴². Öğretideki gerçek değerinin altında pay ihraç edilmesinin dürüstlük kuralına aykırı olacağı ve söz konusu yönetim kurulu veya genel kurul kararının iptal edilebileceğine ilişkin görüşler¹¹⁴³ dikkate alındığında, iştirak sözleşmesi ile belirlenmiş olan pay değerinin gerçek değer üzerinden hesaplanmasının önemli olduğu kanaatindeyiz.

Sonuç olarak, bir borçlar hukuku sözleşmesi niteliğinde olan iştirak sözleşmesinin ifası ancak sermaye artırımına ilişkin işlemlerin şirketler hukuku düzleminde tamamlanması ile söz konusu olacaktır. Yatırımcının pay sahipliği sıfatını kazanması ise sermaye artırım işleminin tescili ile birlikte mümkün olabilecektir.

¹¹³⁹ Moroğlu, Sermaye Artırımı, 108.

¹¹⁴⁰ Gerçek değer; TTK m. 140, TTK m. 141, TTK m. 155, TTK m. 183, TTK m. 202, TTK m. 493, TTK m. 532, TTK m. 596, TTK m. 597, TTK m. 636 ve TTK m. 641 gibi kanuni düzenlemelerde yer alan bir terimdir. TTK ‘gerçek değer’ terimini sıklıkla kullanmasına rağmen bu konuda bir tanım yapmamış, tanım yapılmasını öğreti ve içtihadı bırakmıştır. TTK m. 493/1 gerekçesi.

¹¹⁴¹ Kırca, İ. (2020). “Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler İle Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu Mudur ?”. *BATİDER*, 36, 5-28 (Gerçek Değer). s 7.; Gerçek değer hakkında detaylı bilgi için bkz: Bozkurt, age, 175-193.

¹¹⁴² Kırca, Gerçek Değer, 9.

¹¹⁴³ Kırca, Gerçek Değer, 25.

çç. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin yönetilmesindeki işlevi

Yukarıda nitelikleri açıklanmış olan iştirak sözleşmesinin temel amacı, pay devir sözleşmesinde olduğu gibi, yatırımcının girişim şirketine ortak olmasını sağlamaktır. Bu bakımdan, yöntemler ve hukuki süreç farklı olsa da, pay devir sözleşmesi ile iştirak sözleşmesi birbirlerine benzer işlevler görmektedir. Pay devir sözleşmesinde pay sahibi olan mevcut ortak paylarını yatırımcıya satmakta ve bu sözleşme bedelini doğrudan kendisi almaktadır. İştirak sözleşmesinde ise sermaye artırımına iştirak eden yatırımcı, yatırım tutarını ortaklara değil şirkete ödemektedir. Bu ekonomik fark ve süreçlere ilişkin fark haricinde, her iki sözleşme de yatırımcıya şirkette ortak olma hakkı tanımaktadır.

Uygulamada çoğu zaman iştirak sözleşmesi ile pay devir sözleşmesinin beraber imzalandığı görülmektedir. Bu tür sözleşmelerde yatırımcı, girişim şirketine ilişkin bir kısım payları ortaklardan almakta, bir kısım paylar bakımından da gerçekleştirilen sermaye artırımına iştirak etmektedir. Bu nitelikteki sözleşmeler ile hem girişimcilerin belirli bir ödeme alması hem de şirketin yatırım alması sağlanmaktadır. Pay devir ve iştirak sözleşmesinin karması olan bu süreç hem girişimciye hem de şirkete menfaat sağladığı için girişimciler tarafından özellikle tercih edilmektedir.

Bu durumda, girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişki ve ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından pay devir sözleşmesi ile iştirak sözleşmesi arasında önemli bir fark bulunmadığını söylemek mümkündür. Her iki sözleşme türünde, girişimci ile yatırımcı arasında söz konusu olan ortaklık öncesi bilgi asimetrisi ve dolayısıyla menfaat çatışması en üst seviyedir. Bu bakımdan, bu sözleşmelerde de yatırımcının girişimciden çeşitli beyan ve tekeffüller istemesi yaygındır. Yer tasarrufu bakımından, işbu çalışmanın Üçüncü Bölüm, III.A.1.a.bb “Pay Devir Sözleşmelerinin İçeriği ve Girişimci ile Yatırımcı Arasındaki Bilgi Asimetrisinin Yönetilmesindeki Rolü” başlığı altında pay devir sözleşmeleri bakımından yapılmış olan bütün açıklamaların iştirak sözleşmeleri bakımından da geçerli olduğunu belirtmekle yetiniyoruz.

2. Pay sahipleri sözleşmesi

a. Genel olarak

Şirketlere uygulanacak hukuk kuralları bakımından neredeyse tüm hukuk sistemlerinde uygulanan üçlü bir hiyerarşi bulunmaktadır¹¹⁴⁴. Türk hukuku özelinde yapacağımız değerlendirmede öncelikle TTK ve SPKn olmak üzere, mevzuatta yer alan emredici hükümler¹¹⁴⁵, sonrasında anonim şirket esas sözleşmesi ve en sonda pay sahiplerinin kendi aralarında akdettikleri sözleşme hükümleri gelmektedir. Bu hiyerarşinin son sırasında olan pay sahipleri sözleşmeleri¹¹⁴⁶, uygulamada farklı menfaat gruplarının bir şirketin ortağı olması durumunda yaygın olarak kullanılmaktadır¹¹⁴⁷. Pay sahipleri sözleşmesi bu kapsamda şirketler hukukunun ve kurumsal yönetimin borçlar hukuku alanındaki temel enstrümanlarından biri olarak değerlendirilmektedir¹¹⁴⁸.

Hukuk sisteminin anonim şirket azlık pay sahiplerinin sözleşmesel yöntemlerle korunmasına ilişkin yaklaşımın menfaat çatışmalarının hem ortaya çıkmasında hem de yönetilmesinde son derece etken olduğunu söylemek mümkündür. Bu kapsamda, hissedarlar anlaşması¹¹⁴⁹ olarak isimlendirilen sözleşme, menfaat çatışmalarının yönetilmesi ve azlığın korunması maksadıyla imzalanan en yaygın sözleşme türleri arasındadır. En genel anlamıyla hissedarlar anlaşması, bir kısım veya tüm pay sahipleri arasında bir şirketin yönetilmesi ve pay sahipliği haklarının kullanılmasına

¹¹⁴⁴ Gupta, P. (2021). "Shareholder's Agreement and Articles of Association: Power Struggle". *International Journal of Law Management & Humanities*, 4, ss. 1239-1247, s. 1239.

¹¹⁴⁵ TTK ve SPKn'nin halka açık ortaklıklara uygulanmasındaki ilişki ve sınırlarla ilgili olarak bkz: Manavgat, Ç. (2013). "Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları". *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, C: LXXI, Sa: 2, s. 287-298.

¹¹⁴⁶ Pay sahipleri sözleşmesi için uygulamada ve öğretide hissedarlar sözleşmesi terimi de kullanılmaktadır. Bu terim İngilizce 'shreolders' agreement' adı verilmektedir.

¹¹⁴⁷ Özellikle halka kapalı şirketler bakımından pay sahipleri sözleşmesinin yaygınlığı konusunda doğru bir veriye ulaşmak her zaman mümkün olmamaktadır. Bununla birlikte, Avrupa özelindeki bir kısım çalışmalarda halka açık şirketlerde de pay sahipleri sözleşmesinin önemli bir oranda uygulamada olduğu görülebilmektedir. Bkz: Belcredi, M., & Ferrarini, G. (Eds.). (2013). *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*. Cambridge University Press. s 386.; Rauterberg, G. (2021). "The Separation of Voting and Control: The Role of Contract in Corporate Governance". *Yale Journal on Regulation*, 38(4), ss. 1124-1181, s. 1129-1130.

¹¹⁴⁸ Rauterberg, agm, 1129.

¹¹⁴⁹ Bu sözleşme türü için hissedarlar sözleşmesi terimine ilave olarak, ortaklar sözleşmesi terimi de kullanılmaktadır. Bu sözleşme türünün İngilizcesi için de yaygın olarak 'Shareholders Agreement (SHA)' kavramı kullanılmaktadır. Bu çalışmada kavram birliği açısından hissedarlar anlaşması olarak kullanılacaktır.

ilişkin olarak imzalanmış olan ve korporatif olmayan yani borçlar hukuku hükümlerine tabi olarak nisbi borç doğuran¹¹⁵⁰ sözleşme olarak tanımlanabilecektir¹¹⁵¹. Hissedarlar anlaşması, bu işlevlerinin yanı sıra azlık pay sahiplerinin korunması bakımından da önemli bir işlev görmektedir¹¹⁵². Başka bir şekilde ifade etmek gerekirse, şirkete yatırım yapan azlık pay sahipleri, şirketin kontrolünü elinde bulunduran hissedarlar ile imzaladıkları hissedarlar anlaşması ile kendi hak ve menfaatlerini sözleşmesel olarak garanti altına almaktadırlar.

Hissedarlar anlaşması, Anglo-Sakson hukuk sisteminde geleneksel olarak hem şirket yönetiminde hem de azlığın korunmasında, standart bir uygulama olarak, etkin bir şekilde kullanılmaktadır¹¹⁵³. Bununla birlikte, azlığın hissedarlar anlaşması yoluyla korunması genelde Kıta Avrupası hukuk sistemi ve özelde de Türk hukuk sistemi için nispeten daha yeni bir uygulamadır¹¹⁵⁴.

Teorik olarak hissedarlar arasında bağlayıcı bir sözleşme olmasına rağmen, şirket üzerinde direkt etkisinin olmaması ve mahkeme emriyle uygulanmasının son derece güç ve tartışmalı olması¹¹⁵⁵ karşısında, hissedarlar anlaşmasının Türk hukuk

¹¹⁵⁰ Okutan-Nilsson, G. (2003) *Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri*. Çağa Hukuk Vakfı Yayınları s.79.; Esin, age, s. 286-292; Kerem, B. (2017). *Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması*. İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, p. 3-4; Demirkol, Pay Devir Kısıtlamaları, s. 851-883.

¹¹⁵¹ Veturuzzo/Conac/Goto/Mock/Notari/Reisberg, s. 425.

¹¹⁵² Okutan-Nilsson, s. 77.; Davies/Worthington/ Micheler, s. 711.; Blount v Taft 246 S.E.2d 763 at 769 (1978) (Supreme Court of North Carolina).

¹¹⁵³ Davies/Worthington/Micheler, s. 244-245.; Mantysaari, Petri (2005) *Comparative Corporate Governance: Shareholders as Rule Maker*. Springer Science & Business Media, p. 146.; Stevenson, Venture Capital Solution, 1144.; Örneğin İngiltere temyiz mahkemesi tarafından tesis edilen 1915 tarihli British Murac Sndicate Ltd v Alperton Rubber Co Ltd kararında mahkeme, tarafların menfaatlerin korunması için hissedarlar anlaşmasına dayanak esas sözleşmesinin değiştirilmesinin engellenmesine yönelik bir karar vermiştir. Bu karar çerçevesinde, İngiliz hukukunda 1915 yılında hissedarlar arasındaki sözleşmelerin mahkeme marifetiyle uygulandığı anlaşılmaktadır.

¹¹⁵⁴ Kulms, R. (2001) “A Shareholder’s Freedom of Contract in Close Corporations - Shareholder Agreements in the USA and Germany”, *European Business Organization Law Review (EBOR)*, Vol: 2, No: 3-4, ss. 685-701, s. 693 vd.

¹¹⁵⁵ Mantysaari, agm, 306; Okutan-Nilsson, s. 277.; Kulms, 685-686; Erdoğan, E. (2017) “Yapma Borçlarının İcrası ve Bazı Temel Sorunlar”, *Ankara Barosu Dergisi*, Vol: 75, No: 2, s. 145-175.; Moroğlu, Hükümsüzlük, 198.; Örneğin bu durum, Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 11.10.2016 Tarih, 2016/1275 E. ve 2016/8000 K. Sayılı Kararında hissedarlar anlaşmasına ilişkin olarak, “ortaklar arasında imzalanan 15.10.2010 tarihli sözleşmenin sadece tarafı olan ortakları bağlayacağı, şirket tüzel kişiliği bakımından bağlayıcı olmadığı, her ne kadar alınan kararlar taraflar arasındaki sözleşme hükümlerine aykırı ise de, şirket organı olan genel kurulda alınan kararların geçerliliği bakımından ortaklar arasındaki harici sözleşmenin değil, şirket sözleşmesinin esas alınması gerektiği” şeklinde ifade edilmiştir. Benzer nitelikte bkz. Yargıtay 11. Hukuk Dairesi E: 2019/4971, K: 2020/2971, T: 17.06.2020.; Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 25.02.2019 Tarih, 2017/4658 E. ve 2019/1463 K. Sayılı Kararı.

sistemi bakımından etkin bir azlık korunması sağladığını söylemek son derece güçtür. Ayrıca, özellikle aile şirketi niteliğinde olan şirketler bakımından ex ante azlık koruma aracı olan sözleşmeler, sosyolojik yapı gereği de çok nadir olarak uygulanmaktadır. Gerçekten, ABD gibi ülkelerdeki eğilimin aksine¹¹⁵⁶, Türk hukuk sisteminde aile şirketlerinin paydaşları kendilerini sözleşmeler (*ex ante*) ile değil, uyuşmazlık ortaya çıktıktan sonra davalar ile (*ex post*) koruma eğilimindedirler.

Çalışmanın bu bölümünde, genel özellikleri ile pay sahipleri sözleşmesi ve pay sahipleri sözleşmesinin girişim şirketleri bakımından önemi incelenecek ve ayrıca girişim sermayesi yatırımlarında en çok kullanılan pay sahipleri sözleşmesi klorları üzerinde durulacaktır.

b. Pay sahipleri sözleşmesinin amacı ve işlevi

Pay devir sözleşmesinin içerisinde veya çoğu zaman pay devir sözleşmesinden ayrı bir sözleşme olarak ancak pay devir sözleşmesi ile eş zamanlı olarak pay sahipleri sözleşmesi imzalanmaktadır. Pay sahipleri sözleşmesi, bir şirket paylarının tamamının alınmasında değil, şirket paylarının bir kısmının elde edilmesi neticesinde şirketin birden fazla farklı ekonomik menfaate sahip olan pay sahibinden oluşması durumunda söz konusu olmaktadır. Başka bir ifade ile, aynı ekonomik menfaate sahip olan örneğin bir holdingin farklı iştiraklerinin pay sahibi olduğu şirketlerde pay sahipleri sözleşmesine ihtiyaç duyulmayacaktır.

Girişim sermayesi yatırımcının girişim şirketinde -genellikle- azlık pay sahibi olduğunu yukarıda detaylı olarak açıklanmıştır¹¹⁵⁷. Bu çerçevede, girişim şirketleri bakımından yatırımcı ile girişimcinin taraf olduğu bir pay sahipleri sözleşmesi imzalanmasının olağan ve hatta gerekli olduğu söylenebilecektir.

Pay sahipleri sözleşmesi ile ulaşılmak istenen temel amaçlar; ortakların kendi aralarındaki ilişkinin ve birbirlerine karşı olan hak ve yükümlülüklerinin yazılı kurallarla belirlenmesi ve en nihayetinde ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetilmesidir¹¹⁵⁸. Bu çerçevede pay sahipleri sözleşmesini, pay sahiplerinin tamamı

¹¹⁵⁶ Stevenson, Venture Capital Solution, 1144.

¹¹⁵⁷ Bkz: Üçüncü Bölüm, II. s. 235-240.

¹¹⁵⁸ Esin, Birleşme ve Devralmalar, 296.; Reece, K., Ryan, L. C. (2020). *The Law and Practice of Shareholders Agreements*, Fifth Edition. LexisNexis. s 3.; Yılmaz, G. (2018). *Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı (Tag Along & Drag*

veya bir kısmi arasında akdedilmiş olan¹¹⁵⁹, tarafların şirketin yönetimine ve pay sahipliği haklarının kullanımına ilişkin hak ve yükümlülüklerini belirleyen sözleşme olarak tanımlamak mümkündür¹¹⁶⁰. Pay sahipleri sözleşmesi, pay sahiplerini koruyan mevzuatın veya esas sözleşmenin¹¹⁶¹ yerine geçmez¹¹⁶², mevzuatta emredici olarak düzenlenmemiş olan hususlar bakımından ikincil ve düzenleyici etki gösterir.

Pay sahipleri sözleşmesi, özellikle TTK m. 340 ile getirilmiş olan emredici hükümler ilkesi¹¹⁶³ çerçevesinde şirketin pay sahiplerinin taleplerine göre yapılandırılması¹¹⁶⁴, şirketin yapısının korunması, şirket içerisinde güç dengesinin sağlanması ve korunması¹¹⁶⁵, şirket içerisinde doğabilecek olan menfaat çatışmalarının yönetilmesi, şirket esas sözleşmesinde yer verilmesi durumunda geçerli olmayacak olan borç ve yükümlülükler¹¹⁶⁶ yer verilmesi¹¹⁶⁷, şirket içerisindeki azlık pay sahiplerinin korunması¹¹⁶⁸ ve azlığa hukuk sisteminin tanıdığı haklardan daha geniş haklar tanınması¹¹⁶⁹ gibi amaç ve işlevlere sahiptir. Pay sahipleri sözleşmesinin, ticaret siciline tescil ve dolayısıyla ilan edilmiyor olması¹¹⁷⁰

Along Rights). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 14.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 176.; Gupta, agm, 1241.

¹¹⁵⁹ Bazı durumlarda şirketin kendisi de pay sahipleri sözleşmesinin tarafı olabilmektedir. FitzGerald, S. Caulfield, G. (2020). *Shareholders' Agreement*, Eight Edition. Sweet & Maxwell. s 3.; Joffe, V., Drake, D., Richardson, G., Lightman, D., Collingwood, T. (2011). *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure*. Oxford University Press, USA. s 114.

¹¹⁶⁰ FitzGerald/Caulfield, age, 3.;

¹¹⁶¹ Gower & Davies, Company Law, 79.

¹¹⁶² FitzGerald/Caulfield, age, 3.;

¹¹⁶³ Emredici hükümler ilkesi temel olarak, anonim şirket esas sözleşmesinde sadece kanunun izin verdiği saptalara müsaade eden ve tarafların esas sözleşmeyi kendi isteklerine göre hazırlamasını engelleyen ilkedir. Emredici hükümler ilkesi hakkında detaylı bilgi için bkz: Karasu, R. (2015). *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*. Yetkin Yayınevi: Ankara. (Emredici Hükümler).; Moroğlu, E. (2009), *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler*, 6. Baskı, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, s. 141-142.; Eminoğlu, C., Altıntaş, B. D. (2014). "Türk Ticaret Kanunu'nun 340. Maddesi: Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğü'nün Sonu mu?" *Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 9, 2.

¹¹⁶⁴ Okutan Nilsson, Pay Sahipleri Sözleşmeleri, s. 75.

¹¹⁶⁵ Okutan Nilsson, Pay Sahipleri Sözleşmeleri, s. 77.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 197.

¹¹⁶⁶ Sermaye artırımlarında, ortaklardan birinin diğerlerinin sermaye taahhütlerini ödeyeceğine ilişkin düzenlemeler veya bir ortağın şirkete tedarikçi olacağına ilişkin düzenlemeler bu kapsamda sayılabilir. Bu tür düzenlemelerin esas sözleşmede yer alamayacak olması karşısında pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenmesinin önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır.

¹¹⁶⁷ FitzGerald/Caulfield, age, 4.;

¹¹⁶⁸ FitzGerald/Caulfield, age, 4.;

¹¹⁶⁹ Okutan Nilsson, Pay Sahipleri Sözleşmeleri, s. 77.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 197.; Rautenberg, agm, 1135.; Joffe/Drake/Richardson/Lightman, age, 115.

¹¹⁷⁰ Bu kapsamda TTK m. 336'nın dikkate alınması gerekmektedir.

sebebiyle taraflar arasındaki ilişkilerin gizli tutulması¹¹⁷¹ gibi ilave faydalarından bahsedilmektedir.

c. Niteliği ve özellikleri

Pay sahipliği sözleşmesi, herhangi bir kanunda düzenlenmiş olan bir sözleşme değildir¹¹⁷². Bu sebeple nitelik olarak bu sözleşmenin sözleşme serbestisine dayanan isimsiz bir sözleşme olduğunu söylemek mümkündür¹¹⁷³. Bu durumda, pay sahipleri sözleşmesi bakımından herhangi bir şekil şartı olmadığını¹¹⁷⁴, bu sözleşmenin taraflarca uygun görülen herhangi bir şekilde akdedilebileceğini ifade edebiliriz. Bununla birlikte, sözleşmenin özelliği gereği, sözlü olarak kurulmuş bir pay sahipleri sözleşmesine neredeyse hiç rastlanmaz. Bu sözleşme girişimci ile yatırımcı(lar) arasında yatırım sözleşmesi ile eş zamanlı olarak müzakere edilir ve imzalanır.

Pay sahipleri sözleşmesi hukuki karakter olarak borçlar hukuku karakterli bir sözleşmedir. Başka bir ifade ile pay sahipleri sözleşmesi korporatif¹¹⁷⁵ düzlemde değil taraflar arasında, nisbi nitelikte¹¹⁷⁶ etki doğuran bir sözleşmedir¹¹⁷⁷. TTK m.

¹¹⁷¹ FitzGerald/Caulfield, age, 8.; Gower & Davies, Company Law, 71; Kershaw, Company Law, 93; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 199-200.; Birkmose, H. S., & Sergakis, K. (2019). *Enforcement of Shareholders' Duties—Introduction. Enforcing Shareholders' Duties*, Published by Edward Elgar Publishing Limited, s 100.

¹¹⁷² Bununla birlikte TTK m. 195, TTK m. 336, TTK m. 480 gerekçelerinde pay sahipleri sözleşmelerine atıf yapılmaktadır. TTK m. 480/1'in gerekçesinde pay sahipleri sözleşmesine ilişkin olarak yer alan açıklamayı, önemi dolayısıyla, aynen alıntılıyoruz. "6762 sayılı Kanunun m. 405 (1)'in bazı değişikliklerle - yerini alan ve tek borç ilkesine açıkça yer veren bu hüküm, anonim şirketlerde, Tasarı ile ona dayalı esas sözleşme düzenini egemen kılmayı, borçlar hukuku sözleşmeleriyle oluşturulabilecek yan düzenin esas sözleşme düzenini ortadan kaldırmasına sınırsız bir şekilde izin vermemeyi amaçlamaktadır. "Paysahipleri sözleşmesi" veya "ortaklar sözleşmesi" diye Türkçeye çevrilen, ancak dünyada "shareholders agreement" terimi ile adlandırılan, bazen de "joint-venture sözleşmesi" başlığını taşıyan, son yılların dünya çapında en "popüler" atipik sözleşmesi olan bu sözleşme, yabancı öğretide kullanılan terim ile esas sözleşme düzeni yanında, çoğu kez ona ve kanuna hükmeden veya ikisini de birden bertaraf eden bir "yan düzen" yaratmıştır." TTK m. 480/1 gerekçesinde yer alan bu açıklamadan da pay sahipleri sözleşmesinin uygulamada ne kadar yaygın olduğu anlaşılabilmektedir.

¹¹⁷³ Okutan Nilsson, Pay Sahipleri Sözleşmeleri, s. 73.

¹¹⁷⁴ TBK m. 12.

¹¹⁷⁵ Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 9.; Eminoğlu, C. (2021), 'Anonim Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Arabuluculuğa Elverişliliği ve Elverişliliğin Tespitinde Ölçüt Önerileri', *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 2(7), 278.

¹¹⁷⁶ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi 11 Ekim 2016 Tarih, 2016/1275 E., 2016/8000 K., Sayılı Kararında pay sahipleri sözleşmesinin sözleşmeye taraf olmayan üçüncü kişiler bakımından etki doğurmayacağını ifade etmiştir. "...ortaklar arasında imzalanan 15.10.2010 tarihli sözleşmenin sadece tarafı olan ortakları bağlayacağı, şirket tüzel kişiliği bakımından bağlayıcı olmadığı, her ne kadar alınan karar taraflar arasındaki sözleşme hükmüne aykırı ise de, şirket organı olan genel kurulda alınan kararların geçerliliği bakımından ortaklar arasındaki harici sözleşmenin değil,

336¹¹⁷⁸'nın gerekçesi de pay sahipleri sözleşmesinin şirketler hukukunun dışında olduğu belirtilmiştir¹¹⁷⁹.

Pay sahipleri sözleşmesinin korporatif olmayan, nisbi nitelikte bir sözleşme olduğunu ifade ettikten sonra bu sözleşmenin hukuki vasıflandırmasına ilişkin öğretideki görüşlere değinmek gerekir. Bizim de katıldığımız görüş, pay sahipleri sözleşmesinin bir adi ortaklık sözleşmesi niteliğinde olduğudur¹¹⁸⁰. Bu kapsamda, bir anonim şirket ortaklarının imzaladığı pay sahipleri sözleşmesi ile anonim şirketin yönetimine ilişkin ikinci bir adi ortaklık kurulduğunu söylemek mümkündür. Bu sözleşme ile taraflar amacı anonim şirketin idaresi olan bir adi ortaklık kurmuş olmaktadır.

Bu bakımdan, bu sözleşmelerin ifası ve sonlandırılması da ancak borçlar hukukuna ilişkin genel hükümlerin uygulanması suretiyle mümkün olabilecektir¹¹⁸¹. Pay sahipleri sözleşmesinin nisbi niteliği, sözleşmeye aykırılığın etkisini sözleşme tarafları ile sınırlı kılmaktadır. Bu bakımda, şirketin kendisinin sözleşmeye taraf olup

şirket sözleşmesinin esas alınması gerektiği, ortaklar arasındaki sözleşme hükmünün çoğunluk ilkesini bertaraf edici nitelikte olmadığı...”

¹¹⁷⁷ Okutan-Nilsson, p. 79. Esin, Birleşme ve Devralmalar, 286-292; Kerem, age, 3-4; Demirkol, Pay Devir Kısıtlamaları, 851-883.; Vetoruzzo/Conac/Goto/Mock/Notari/Reisberg, age, 425.; FitzGerald/Caulfield, age, 5.; Yılmaz, age, 14. Gower & Davies, Company Law, 79.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 174.; Joffe/Drake/Richardson/Lightman, age, 115.

¹¹⁷⁸ TTK m. 336- “Kuruluş belgeleri (1) Esas sözleşme, kurucular beyanı, değerlendirme raporları, ayın ve işletme devralınmasına ilişkin olanlar da dâhil olmak üzere, kurulmakta olan şirketle, kurucular ve diğer kişilerle yapılan ve kuruluşla ilgili olan sözleşmeler (...) (1) kuruluş belgeleridir. Bunlar, sicil dosyasına konulur ve birer nüshaları şirket tarafından beş yıl süreyle saklanır”

¹¹⁷⁹ TTK m. 336 gerekçesinin 2. paragrafı bu şekildedir; “Hükmün amacı, aleniliği sağlamak, gizli sözleşme yapılmasını olabildiğince önlemek ve paysahipleri sözleşmesini (shareholders agreement) kuruluşun ve şirketler hukukunun saçağının dışında tutmaktır. Sözleşmeler dâhil, kuruluşla ilgili bütün belgelerin sicil dosyasına tevdi edilmesinin sebebi budur. Gizli sözleşme veya belgenin varlığı 349'a aykırı ise, muvazaa oluşturuyor ya da kuruluşun temel güvencesi olan önlemleri perdeliyorsa kanunen sorumluluk doğurabilir.”

¹¹⁸⁰ Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar Hukuku I, 569.; Okutan-Nilsson, Pay Sahipleri Sözleşmesi, s. 80; Altay, A. (2009). *Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler [Equity Joint Ventures]*. İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 244. (Equity Joint Ventures); Yüksel, S. (2003) *'Paysahipleri Sözleşmeleri'*. Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi s. 57.; Sulu, M. (2022). “Pay Sahipleri Sözleşmelerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk ve Tahkim”. *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 8(2), 511-528, s 515.; Barlas, Adi Ortaklık, 117-118.; Pay sahipleri sözleşmesine benzer özellikler gösteren oy sözleşmeleri bakımından Moroğlu, E. (2015). *Oy Sözleşmeleri*, Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 5. Baskı. İstanbul: Vedat Kitapçılık: s. 48 ve 50-51. Pay sahipleri sözleşmelerinin adi ortaklık oluşturmayacağına ilişkin bkz: Esin, Birleşme ve Devralmalar, s 286 vd.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 187.

¹¹⁸¹ FitzGerald/Caulfield, age, 5.

olmadığından bağımsız olarak¹¹⁸², pay sahipleri sözleşmesinin ihlali şirket üzerinde bir etki doğurmayacak¹¹⁸³, borca aykırılık hükümleri çerçevesinde çoğunlukla ortaklar açısından tazminat hukukuna ilişkin etki doğuracaktır¹¹⁸⁴. Pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan düzenlemelerin aynen ifasının mümkün olup olmadığına da kısaca değinmek gerekir. İngiliz hukukunda geçerli olduğu kabul edilen¹¹⁸⁵ pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenmiş olan oy sözleşmelerinin aynen ifası, bizim de katıldığımız görüşe göre Türk hukuku bakımından mümkün değildir¹¹⁸⁶.

Pay sahipleri sözleşmesinin nisbi karakterinin bir sonucu da kendisini sözleşmedeki taraf değişikliklerinde göstermektedir. Şirket paylarını alan yeni ortak bu sözleşmenin doğrudan tarafı olmayacak, bu sözleşmeye taraf olmak için ayrıca işlem yapması gerekecektir¹¹⁸⁷. Bu sebeple, uygulama örneklerinde yeni gelen ortağın sözleşme tarafı haline getirilmesi payını devreden ortağın bir sorumluluğu olarak düzenlenmektedir.

Sözleşme serbestisine göre hazırlanmış olan pay sahipleri sözleşmesinde yer alan hükümlerin geçerliliğinin de sözleşme serbestisine göre değerlendirilmesi gerekir. Gerçekten TBK m. 27 uyarınca, kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kişilik haklarına aykırı olmayan ve konusu imkânsız olmayan pay sahipleri sözleşmelerinin de geçerliliği bakımından herhangi bir sorun bulunmamalıdır. Burada kanunun emredici hükümlerini özellikle TTK'da yer alan emredici hükümler ve Türk şirketler hukukunun emredici yapısını dikkate alarak değerlendirmek gerekmektedir. Bu kapsamda örneğin, pay sahibinin TTK'da düzenlenmiş olan genel kurul iptali davası açma hakkını veya oy kullanma hakkını ortadan kaldıran veya

¹¹⁸² Özellikle pay sahipleri sözleşmesinin bir türü olan oy sözleşmeleri bakımından Türk öğretisinde hâkim olan görüş şirketin kendisinin sözleşmeye taraf olamayacağı, bu yöndeki sözleşmelerin batıl olduğu yönündedir. Bkz: Moroğlu, Oy Sözleşmeleri, s. 62-64.; Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku II, s. 43.; Altay, Equity Joint Ventures, s. 259-262.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 203.

¹¹⁸³ Geleneksel olarak pay sahipleri sözleşmesini uygulayan ve bu konuda yüz yılı aşkın bir geçmişi olan İngiliz hukukunda dahi pay sahipleri sözleşmesinin şirkete karşı icra edilebilirliği tartışma konusudur. Bu konuda bkz: [1992] 1 WLR 588 *Russell v Northern Bank Development Corp Ltd.* ; Reece/Ryan, age, 78.

¹¹⁸⁴ Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 174.; Birkmose/Sergakis, age, 172.

¹¹⁸⁵ Kershaw, Company Law, 94-95.

¹¹⁸⁶ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, Ortaklıklar Hukuku II, Yeniden Yazılmış 13. Bası, s. 46-48 no. 1003b; Altay, Equity Joint Ventures, s. 549-552. Aksi yönde bkz: Moroğlu, Oy Sözleşmeleri, s. 116-117.; Okutan Nilsson, s. 349-350.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 195.

¹¹⁸⁷ Gower & Davies, Company Law, 79.

etkisizleştiren sözleşme hükümleri geçerli olmayacaktır. Bu bakımdan, pay sahipleri sözleşmesinin mutlaka TTK ve SPKn mevzuatında yer alan emredici hükümlere uygun olması gerekmektedir.

ç. Girişim şirketlerinde ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından işlevi

Pay sahipleri sözleşmesini, girişim sermayesi yatırımları açısından incelediğimizde bunun bir endüstri standardı olduğu dikkat çekmektedir¹¹⁸⁸. Türk sermaye piyasası mevzuatı bakımından incelediğimizde de hem GSYO Tebliği m. 23¹¹⁸⁹ hem de GSYF Tebliği m. 21¹¹⁹⁰, girişim şirketlerine yapılacak ortaklık hakkı veren yatırımlarda GSYO veya GFYF ile girişim şirketinin ortakları arasında bir pay sahipliği sözleşmesi imzalanacağını düzenlemektedir.

Pay sahipleri sözleşmesi -bilinçli ya da bilinçsiz olarak- girişim şirketleri özelinde ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından yaygın olarak kullanılmaktadır¹¹⁹¹. Yukarıda ifade ettiğimiz üzere, yatırım süreçlerinde elde edilen ortaklığın niteliğine göre yatırımcı ile girişimci arasında bir pay sahipleri sözleşmesi imzalanmaktadır. Bu sözleşmenin asıl amacı girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesidir. İlaveten, pay sahipleri sözleşmesi girişim şirketleri bakımından bir sözleşmesel kurumsal yönetim sistemi kurulmasının önünü açmaktadır¹¹⁹².

Yatırımcı, bu sözleşme ile elde edeceği haklar sayesinde, girişimci ile arasındaki menfaat çatışmasını yönetecek ve girişimci ile arasındaki bilgi asimetrisi dolayısıyla ortaya çıkan ahlaki tehlike ve ters seçim etkilerini en aza indirebilecektir.

¹¹⁸⁸ FitzGerald/Caulfield, age, 197; Rauterberg, agm, 1134.; Klonowski, D. (2018). *The Venture Capital: Deformation Value Destruction throughout the Investment Process*. Palgrave Macmillan. S. 196.; Reece/Ryan, age, 22.

¹¹⁸⁹ GSYO Tebliği m. 23/1: “Ortaklıkların girişim şirketlerine yapacağı ortaklık hakkı veren girişim sermayesi yatırımları, ortaklık ile girişim şirketlerinin yönetim kontrolüne sahip mevcut ortakları arasında imzalanacak bir pay sahipliği sözleşmesi çerçevesinde yapılır.”

¹¹⁹⁰ GSYF Tebliği m. 21: “Fonların girişim şirketlerine yapacağı ortaklık hakkı veren girişim sermayesi yatırımları, fon ile girişim şirketlerinin yönetim kontrolüne sahip mevcut ortakları arasında imzalanacak bir pay sahipliği sözleşmesi çerçevesinde gerçekleştirilir.”

¹¹⁹¹ Rauterberg, agm, 1134.; Reece/Ryan, age, 3.

¹¹⁹² Pinter, A. (2019). “Corporate Governance in Venture Capital Contracts: A German-Hungarian Comparative Law Study” 2019 *ELTE L.J.* ss. 145-166, s. 149.

Bu çerçevede, girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmalarının yönetilmesine ve etkisinin en aza indirilmesine matuf olan sözleşmesel yöntemin pay sahipleri sözleşmesi olduğunu söylemek mümkündür. Başka bir ifadeyle, bu çalışmada detaylı olarak açıklanmış olan hem dikey hem de yatay menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından en uygun yöntem kanaatimizce doğru hazırlanmış ve müzakere edilmiş bir pay sahipleri sözleşmesidir. Bu sözleşmenin yatırım sözleşmesine mündemiç olmasının veya ayrı bir sözleşme olarak hazırlanmasının bu bağlamda herhangi bir önemi bulunmamaktadır. Önemli olan husus, bütün tarafları tatmin edici, işleyen bir sistemin kurulmasıdır.

Pay sahipleri sözleşmesi ayrıca, girişimci ile yatırımcı arasında olduğunu düşündüğümüz zayıflatılmış affectio societatisin güçlendirilmesine de katkı sağlayacaktır. Girişimcinin girişim şirketi bakımından sahip olduğu büyütme, tanıtmaya, kurumsallaştırma amaçları ve bunların doğal sonucu olarak girişim şirketini şahısileştirmesi ile girişim sermayesi yatırımcısının hızlı ve optimal şartlarda girişim şirketinden çıkış amacının doğru hazırlanmış ve müzakere edilmiş bir pay sahipleri sözleşmesi ile uzlaştırılmasının mümkün olacağı kanaatindeyiz. Pay sahipleri sözleşmesinin müzakere ve imza süreci, tarafların birbirlerinin amaç ve pozisyonlarını anlamaları bakımından katkı sağlayacak ve böylece bir konsensus için zemin oluşturacaktır.

d. Girişim şirketlerine özgü pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan hükümlerin esas sözleşmeye aktarılması sorunu

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere pay sahipleri sözleşmesi ile şirket esas sözleşmesi birbirlerinden farklı hukuki karaktere sahip ve birbirlerinden bağımsız sözleşmelerdir. Şirket esas sözleşmesi tamamen korporatif düzlemde var olan ve şirketin bütün pay sahipleri bakımından geçerli olan bir sözleşme iken pay sahipleri sözleşmesi borçlar hukuku karakterli ve nisbi nitelikte bir sözleşmedir. Bu bakımdan bu iki sözleşmenin birbirleriyle çelişmesi de farklı düzlemlerde farklı sonuçlar doğuracaktır.

Bununla birlikte, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan hükümlerin şirket esas sözleşmesine aktarılacağına ilişkin düzenlemelere, pay sahipleri sözleşmesinin bir hükmü olarak, yaygın bir şekilde rastlanmaktadır. Bu düzenlemeler, sözleşme taraflarının pay sahipleri sözleşmesi kapsamındaki taahhütlerinden ibarettir. Başka

bir ifade ile, pay sahipleri sözleşmesinin bu yönde bir hüküm ihtiva etmesi durumunda, şirket ortaklarının, ‘sözleşmesel olarak’, genel kurul toplantısı yaparak şirket esas sözleşmesini değiştirme yükümlülükleri bulunmaktadır. Bu yükümlülük, borçlar hukuku karakterli bir yükümlülüktür. Yani bu yükümlülüğün ihlali durumunda taraflar bakımından ancak bir tazminat sorumluluğu söz konusu olabilecektir.

Pay sahipleri sözleşmesinin tarafları olan girişim şirketi ortaklarının şirket esas sözleşmesini değiştirmesi ve pay sahipleri sözleşmesinde yer alan hükümleri esas sözleşmeye aktarması her zaman mümkündür. Elbette, burada TTK m. 340 ve TTK m. 480 düzenlemelerinin göz önüne alınması gerekmektedir. TTK m. 480/2’ye göre anonim şirket paylarına, kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda üstün bir hak tanınması veya kanunda öngörülmemiş olan yeni bir pay sahipliği hakkı tanınması söz konusu olabilecektir. Bu durumda, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan düzenlemelerin esas sözleşmeye aktarılması durumunda, girişim şirketleri bağlamında imtiyazlı pay yaratılmış olacaktır.

İmtiyazlı paylarla alakalı olarak üzerinde durulması gereken ilk husus imtiyazın kişiye değil paya tanınmış olduğu ve bunun mutlaka esas sözleşme ile yapılması gerektiğidir¹¹⁹³. Bu bakımdan, pay sahipleri sözleşmesi ile paya imtiyaz tanınması mümkün değildir ve imtiyazlı pay tanımlanabilmesi için ilgili hususların mutlaka esas sözleşmede düzenlenmesi gerekir.

İlaveten, hangi hakların imtiyaz olarak tanımlanabileceğinin de üzerinde durulması gerekir. Bu çalışma kapsamında detaylı olarak açıklanacağı üzere, pay sahipleri sözleşmesinde şirketin yönetimine, ortakların birbirleriyle ve şirketle ilişkilerine ilişkin birçok farklı düzenleme ve müessese bulunmaktadır. TTK m. 340 uyarınca, bu düzenlemelerin tamamının esas sözleşme hükmü haline getirilmesi mümkün değildir.

TTK m. 478/2; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan hakkı ve oy hakkının imtiyaz olarak düzenlenebileceğini açıkça belirtmiştir. TTK m. 478/2’de sayılan haklar

¹¹⁹³ TTK m. 480/1 gerekçesinde bu durum açık bir şekilde kaleme alınmıştır.

tahdidi değil, örnek niteliğindedir¹¹⁹⁴. Örneğin, TTK m. 360¹¹⁹⁵ uyarınca azlığa veya belirli pay gruplarına¹¹⁹⁶ yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınması mümkündür. Bununla beraber, bütün pay sahipliği haklarına imtiyaz tanınması mümkün değildir. Genel kurul iptali davası açma hakkı, bilgi alma hakkı, genel kurula katılma hakkı gibi payların sermaye oranından bağımsız olan pay sahipliği hakları imtiyaz tanınması mümkün olmayan haklar arasındadır¹¹⁹⁷.

TTK m. 478/2 gerekçesinde imtiyazın esas itibarıyla mal varlığı haklarına tanındığı, oyda imtiyazın bunun bir istisnasını teşkil ettiği belirtilmektedir. Bu bakımdan imtiyazın, oyda imtiyaz istisna olmak üzere, mal varlığı haklarında tanınması mümkün olabilecektir. Mal varlığı haklarının oransal olması¹¹⁹⁸, vazgeçilemez nitelikte olmaması¹¹⁹⁹ pay sahipliği hakları üzerinde imtiyaz sağlanabilmesini mümkün kılmaktadır. Bizim de katıldığımız nitelendirmeye göre, anonim şirket pay sahipliği haklarını; (i) rüçhan hakkı¹²⁰⁰, iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarında çıkarılan bedelsiz (gratis) payları edinme hakkı¹²⁰¹, şarta bağlı sermaye artırımından önerilmeye muhatap olma hakkı¹²⁰², kâr payı ve tasfiye payı

¹¹⁹⁴ Baltalı, C. (2019). *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 65.; TTK m. 478/2’de örnek olarak sayılmış olan mal varlığı hakları oransal haklardır. Kaya, İ. (2016). “İmtiyazlı Pay Kavramı ve Kayıtlı Sermaye Sisteminde İmtiyazlı Paylar”. *Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(3), 225-245. s.233.

¹¹⁹⁵ “Belirli Grupların Yönetim Kurulunda Temsil Edilmesi Madde 360- (1) Esas sözleşmede öngörülmek şartı ile, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir. Bu amaçla, yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçileceği esas sözleşmede öngörülebileceği gibi, esas sözleşmede yönetim kurulu üyeliği için aday önerme hakkı da tanınabilir. [...]”

¹¹⁹⁶ TTK m. 360’ta yer alan ve azlığa veya belirli pay gruplarına yönetim kurulu için aday gösterme imtiyazı tanımlanması, imtiyazın paya bağlı olması kuralının istisnasını oluşturur.

¹¹⁹⁷ Uysal, E. (2018) *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar*, 2. Bası, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 62; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, s. 635-636; Kendigelen, İmtiyaz, s. 44.; Erten, C. (2023). *Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylar*. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı, Özel Hukuk Bilim Dalı. Yayımlanmamış Doktora Tezi. s 82.

¹¹⁹⁸ Kendigelen, İmtiyaz, s. 45.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, s. 635-636; Baltalı, age, s. 71.

¹¹⁹⁹ Kırca, İ., Şehirli Çelik, F. H., Manavgat, Ç. (2017). *Anonim Şirketler Hukuku, C. 2/2, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, s. 43. (Anonim Şirketler, II).

¹²⁰⁰ TTK m. 461/1.

¹²⁰¹ TTK m. 462/3. Bedelsiz payları alma hakkında imtiyaz yaratılamayacağına ilişkin bkz. Baltalı, age, s. 75.; Karşı yöndeki görüş için bkz: Okutucu Taftalı, İ. (2018). *6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Anonim Şirketlerde İmtiyaz*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 12.

¹²⁰² TTK m. 466.

hakkı¹²⁰³, hazırlık dönemi faizi alma hakkının¹²⁰⁴ yer aldığı mal varlığı hakları¹²⁰⁵, (ii) genel kurula katılma hakkı ve bağlantılı haklar¹²⁰⁶, oy hakkı ve bağlantılı haklar¹²⁰⁷, genel kurulu toplantıya çağırma ve gündeme madde ekleme hakkı¹²⁰⁸, bilgi alma ve inceleme hakkı¹²⁰⁹, özel denetim isteme hakkı¹²¹⁰, genel kurul kararlarının iptalini, yokluğunu ve butlanını talep etme hakkı¹²¹¹, şirketin haklı sebeplerle feshini isteme hakkı¹²¹², yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve tasfiye memurlarının sorumluluğunu dava etme hakkını¹²¹³ ise yönetim veya yönetime katılma hakları¹²¹⁴ olarak tasnif etmek mümkündür¹²¹⁵.

Bu çerçevede yapılacak olan değerlendirmede, mal varlığı niteliğindeki bütün hakların girişim şirketinin esas sözleşmesinde imtiyaz olarak tanınabileceği konusunda tereddüt bulunmamaktadır. Bu kapsamda, yukarıda açıklanmış olan şirket kârının dağıtımına ilişkin esaslar, sulandırma ve düşük yatırımdan koruma (*anti-dilution and down round protection*) klozları, ön alım ve benzeri haklar, yatırımcının şirketten çıkışına ilişkin esaslar¹²¹⁶ gibi mal varlığı haklarına ilişkin düzenlemeler imtiyaz olarak tanımlanabilecektir. İlâveten, kurumsal yönetim kısmında detaylı olarak açıklanacağı üzere, yönetim kurulu üyelerinin atanması ve oy imtiyazlarının

¹²⁰³ TTK m. 507/1.

¹²⁰⁴ TTK m. 510/1.

¹²⁰⁵ Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, s. 686; Pulaşlı, H. Şerh-Cilt III, s. 1910.; Bahtiyar, M. (2022). *Ortaklıklar Hukuku*, Güncellenmiş 16. Bası. İstanbul: Beta Yayınları, s. 248. (Ortaklıklar Hukuku); Ayhan/Çağlar/Özdamar, Şirketler Hukuku, 324.

¹²⁰⁶ TTK m. 425 vd.

¹²⁰⁷ TTK m. 434 vd.

¹²⁰⁸ TTK m. 410/2 ve TTK m. 411.

¹²⁰⁹ TTK m. 437.

¹²¹⁰ TTK m. 438.

¹²¹¹ TTK m. 445 vd.

¹²¹² TTK m. 531.

¹²¹³ TTK m. 553 vd.

¹²¹⁴ Pulaşlı, H. Şerh-Cilt III, s. 1910.; Üçışık, G., Çelik, A. (2022). *Anonim Ortaklıklar Hukuku*, II. Cilt. Ankara: Adalet Yayınevi, s. 322-340. (Anonim Ortaklıklar II); Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 254-266.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, Şirketler Hukuku, 328-332.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, s. 687.

¹²¹⁵ Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 248.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, Şirketler Hukuku, 324.; Üçışık/Çelik, Anonim Ortaklıklar II, s. 317.; Ansay, Anonim Şirketler, 231.; İmregün, Anonim Ortaklıklar, 290.; Bozgeyik, H. (2012). “Pay Sahibinin Hakları ve Borçları” iç Karahan, S. (2012). Şirketler Hukuku, s. 603.; Arslanlı, Anonim Şirketler I, 212 vd. Tekinalp, bilgi alma hakkı ile inceleme ve denetleme hakkını ‘aydınlatıcı haklar’ başlığı altında değerlendirmiş ve anonim şirket pay sahipliği hakları bakımından dördü bir tasnif yapmıştır. Bkz: Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar Hukuku I, s. 686.; Pulaşlı ise mal varlığı hakları, yönetime katılma hakları ve koruyucu haklar olarak üçlü bir tasnif yapmıştır. Bkz: Pulaşlı, H. Şerh-Cilt III, s. 1910.

¹²¹⁶ Burada mal varlığı hakları bakımından sınırlandırıcı bir değerlendirme yapılmalıdır.

tanınması da mümkündür. Bununla birlikte, pay satın alma ve satma opsiyonlarının, birlikte satışa zorlama ve birlikte satma haklarının, pay sahiplerinin rekabet etmeme yükümlülüklerinin, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme haklarının, şirket değerini hesaplamaya yönelik esasların paya bağlı olmaması veya anonim şirket niteliğine aykırı olması dolayısıyla imtiyaz olarak tanımlanamayacağı kanaatindeyiz.

e. Girişim şirketlerine özgü pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan özel hükümler

aa. Genel olarak

Klasik bir pay sahipleri sözleşmesinde; şirketin yönetimi çerçevesinde genel kurulda ve yönetim kurulunda alınacak kararların hangi esaslara göre alınacağı, şirket kârının dağıtımına ilişkin esaslar¹²¹⁷, şirket yöneticilerini kimlerin atayacağı ve şirket yönetimine ilişkin esaslar¹²¹⁸, pay devirlerinde ön alım ve benzer nitelikteki haklar¹²¹⁹, pay devir kısıtlamaları¹²²⁰, pay devirlerinde şirket değerinin hangi esaslara göre belirleneceği¹²²¹, şirket yöneticilerinin sorumlulukları¹²²², yatırımcının şirketten çıkışına ilişkin esaslar¹²²³, şirketin işletme konusu¹²²⁴, şirketin gerçekleştireceği faaliyetlere ilişkin işletme planı, pay sahiplerinin hak ve yükümlülükleri, birlikte satışa zorlama hakkı ve birlikte satma hakkı¹²²⁵, sulandırmama ve düşük yatırımdan koruma (*anti-dilution and down round protection*) klostları¹²²⁶, pay sahiplerinin pay satın alma ve/veya satma opsiyonları¹²²⁷, pay sahiplerinin şirketle ve birbirleri ile rekabet etmeyeceklerine ilişkin düzenlemeler¹²²⁸, pay sahiplerinin inceleme, bilgi

¹²¹⁷ Reece/Ryan, age, 511-521.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 206.

¹²¹⁸ Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 207-208.; Reece/Ryan, age, 4.

¹²¹⁹ Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 208-2013.

¹²²⁰ Rauterberg, agm, 1152.

¹²²¹ Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 213-214.

¹²²² FitzGerald/Caulfield, age, 491-493.

¹²²³ Carney, age, 296.; FitzGerald/Caulfield, age, 497-498.

¹²²⁴ İnce, S. T. (2019). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Pay Sahipleri Sözleşmesi*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s 101.

¹²²⁵ Yılmaz, age, 7-11.; Carney, age, 298.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 198.; Reece/Ryan, age, 5.

¹²²⁶ Gupta, agm, 1242.; Carney, age, 296.

¹²²⁷ Okutan Nilsson, G., Atalay, O. (2007). “Anonim Ortaklık Pay Sahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası” *Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan*, Cilt I, İstanbul, s. 409 vd.

¹²²⁸ Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 206.

alma ve denetleme hakları¹²²⁹ gibi düzenlemeler ve haklar bulunmaktadır. Bununla beraber, konuyla ilgili Türk hukuk öğretisinde yazılmış olan eserler büyük çoğunlukla bütün şirketler bakımından yapılan değerlendirmeleri içermektedir.

Pay sahipleri sözleşmesinin içeriğine ilişkin olarak hem GSYO Tebliği hem de GSYF Tebliği çeşitli düzenlemeler içermektedir. GSYO Tebliği m. 23/2 ve GSYF Tebliği m. 21/2 hükümleri çerçevesinde, pay sahipleri sözleşmesinde girişim şirketlerinin yönetiminin, GSYO'nun veya GSYF'nin ve mevcut ortakların hak ve yükümlülüklerinin düzenlenmesi zorunludur. GSYO'nun veya GSYF'nin girişim şirketinden tam veya kısmi çıkış olanakları, ön alım, birlikte satış, satışa katılma, kâr dağıtım politikası, pay alım veya satım opsiyonlarına yer verilmesi ise tarafların tercihinine bağlı olarak pay sahipleri sözleşmesinde yer verilecek olan hususlar arasında sayılmıştır.

Girişim sermayesi yatırımcıları yaptıkları yatırımlar karşılığında, şirket esas sözleşmesinin değiştirilmesiyle imtiyazlı paylar elde etmeye çalışırlar¹²³⁰. Bu imtiyazlı paylar, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan hakların esas sözleşmeye aktarılmasıyla söz konusu olabilecektir.

Bu çerçevede çalışmamızda, girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan ve girişim sermayesi yatırımlarına özgü düzenlemeler incelenecektir. Girişim sermayesi yatırımlarında yer alan kâr payı, birlikte satış, satışa katılma gibi bir kısım düzenlemeler diğer şirketler bakımından da geçerli olduğu ve birçok çalışmaya konu olduğu için bu çalışmada incelenmemiştir. Önemi ve girişim şirketlerine özgü olması dolayısıyla çalışmamızda; (i) paraya çevirmede öncelik hakkı/tasfiye payı imtiyazı, (ii) sulandırmaya ve değer kaybına karşı koruma hakları detaylı olarak ele alınacaktır. Yönetim kurulu ve genel kurula özgü düzenlemeler girişim sermayesi şirketlerinde kurumsal yönetim başlığı altında açıklanacağı için burada açıklanmamıştır.

¹²²⁹ Klonowski, Investment Process, 150.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 206.

¹²³⁰ Leisen, agm, 22.; Lemon Jr, J. L. (2003). Don't Let Me Down (Round): Avoiding Illusory Terms in Venture Capital Financing in the Post-Internet Bubble Era. *Tex. J. Bus. L.*, 39, 1- 6.; Hill, C. A., & Solomon, S. D. (Eds.). (2016). *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*. Edward Elgar Publishing. s. 126.

bb. Paraya çevirmede öncelik hakkı veya tasfiye payı imtiyazı¹²³¹ (*Liquidation Preference*)

Paraya çevirmede öncelik hakkı ile özellikle girişim şirketlerine ilişkin yatırım sözleşmelerinde yer alan ve yatırımcının yatırımını en yüksek seviyede korumayı amaçlayan sözleşme hükümleri ifade edilmektedir. Bu başlık altında paraya çevirmede öncelik hakkı ile ilgili olarak yurtdışı girişim sermayesi yatırım sözleşmelerinde yer alan hükümler ve bu hükümlerin Türk hukuku bakımından uygulanabilirliği incelenecektir. Bu başlık altında ilerleyen kısımlarda detaylı olarak inceleneceği üzere, paraya çevirme veya tasfiye payı hakkının TTK'da düzenlenmiş olan imtiyazlarla ilgisi bulunmamaktadır.

i. Genel çerçeve ve yurtdışı uygulaması

Yatırımcının pay sahipleri sözleşmesi ile yatırımını korumayı amaçladığı hakların başında ve en yaygın olanların arasında paraya çevirmede öncelik hakkı gelmektedir¹²³². Paraya çevirmede öncelik hakkı, girişim sermayesi ekosisteminde, girişim şirketinin piyasa değerinin tespitinden sonra gelen en önemli pazarlık konularından biri olarak kabul edilmektedir¹²³³. Paraya çevirmede öncelik hakkı temel olarak hak sahibine, girişim şirketinin tasfiyesinde veya başka bir şekilde paraya çevrilmesinde öncelikli olarak bakiyeye katılma hakkı vermektedir¹²³⁴. Başka bir ifadeyle, buradaki hak, tasfiye veya paraya çevirme olarak tanımlanan işlemin

¹²³¹ Uluslararası literatürde kullanılan '*liquidation preference*' yerine yerli bir kısım sözleşme ve dokümanlarda 'tasfiye payı imtiyazı' kavramı kullanılmaktadır. Bu kavram yanlış olmasa da eksiktir ve kurumun işlevlerini ortaya koymaktan uzaktır. Bu kavram yerine 'paraya çevirme imtiyazı' kavramının kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz. Bu konudaki ayrıntılı değerlendirmelerimiz bu başlık altında yer almaktadır.

¹²³² Korsmo, C. R. (2013). "Venture Capital and Preferred Stock". *Faculty Publications*, 62, ss. 1163-1230, s. 1173. https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty_publications/62

¹²³³ Anshuman, V. R., Martin, J., & Titman, S. (2012). "An Entrepreneur's Guide to Understanding the Cost of Venture Capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), ss. 75-83, s. 80.; Bartlett, R. P. (2023). "Preferred Stock Liquidation Preferences". *John M. Olin Program in Law and Economics Stanford Law School. Working Paper Series*, Paper No. 588. s 1.; Feld, B., & Mendelson, J. (2016). *Venture Deals: Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*. 3rd Edition. John Wiley & Sons. s 45.

¹²³⁴ Hill/Solomon, age, 127.; Ashutosh Pandey, "Shareholders' Agreement and Its Significant Clauses," *Indian Journal of Law and Legal Research*, 5(1), 1-5; Carney, age, 295.; Harris, T. J. (2003). "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock" *Business Lawyer (ABA)*, 58(2), ss. 587-600, s. 588.; Anshuman/Martin/Titman, agm, 75.; Leisen, agm, 22.; Barlett, agm, 2.; Feld/Mendelson, age, 45.

gerçekleşmesi ile birlikte, ödemeyi diğer pay sahiplerinden önce almak şeklinde kullanılmaktadır.

Bu ödemenin üst sınırını genellikle yatırımcının yaptığı yatırım teşkil eder¹²³⁵. Bununla birlikte, taraflar arasındaki sözleşme kapsamında bu rakamın yapılan yatırımın bir veya iki katı gibi miktarlara da ulaşması mümkündür. Bu durumda çoklu paraya çevirmede öncelik hakkı (*multiple liquidation preference*) söz konusu olacaktır. Örneğin, bir girişim sermayesi yatırımcısının girişim şirketine yaptığı yatırım 2 milyon TL ise ve girişim sermayesi yatırımcısının x1 paraya çevirmede öncelik hakkı varsa, tasfiye veya girişimcinin girişim şirketinden çıkması (*exit*) halinde, yatırımcı yatırımını 2 milyon TL olarak geri alacaktır. Yatırımcının x2 paraya çevirmede öncelik hakkı varsa, alacağı miktar 4 milyon TL olacaktır.

Paraya çevirmede öncelik hakkı kapsamında “tasfiye” genellikle çok geniş bir şekilde düzenlenmektedir. Bu anlamda tasfiye (*liquidation*) sadece iflas gibi sebeplerle şirketin tasfiyesini değil girişim şirketinin üçüncü kişilere satılması, halka arzı gibi yatırımcının girişim şirketinden çıkışı olarak nitelendirilebilecek işlemleri kapsayabilmektedir¹²³⁶.

Genel olarak sözleşmelerde üç farklı tasfiye payında imtiyaza yer verildiği görülmektedir. Bunlar; (i) katılımlı paraya çevirmede öncelik hakkı (*participating liquidation preference*), (ii) katılımlı olmayan paraya çevirmede öncelik hakkı (*non-participating liquidation preference*) ve (iii) üst sınırlı katılımlı paraya çevirmede öncelik hakkı (*capped participating liquidation preference*) şeklinde isimlendirilmektedir¹²³⁷.

Katılımlı paraya çevirmede öncelik hakkında hak sahibi, tasfiye veya çıkış durumunda diğer bütün pay sahiplerinden önce sahip olduğu hakka göre yatırımını veya yatırımının birkaç katını almakta ve sonrasında diğer pay sahipleri ile birlikte payı oranında sıraya girmektedir. Katılımlı olmayan paraya çevirmede öncelik hakkında hak sahibi, tasfiye veya çıkış durumunda yapmış olduğu yatırımı veya bu

¹²³⁵ Hill/Solomon, age, 127.

¹²³⁶ Hill/Solomon, age, 127.; Cumming/Johan, Preplanned Exit Strategies, 1213.; Harris, agm, 588.; Anshuman/Martin/Titman, agm, 80.; Leisen, agm, 22.; Humphrey, N. (2004). “Venture Capital Investment Trends”. JASSA: *The Journal of the Securities Institute of Australia*, (1), 2–6.

¹²³⁷ Harris, agm, 589.; Feld/Mendelson, age, 46.

yatırımın birkaç katını almakta ancak sonradan diğer pay sahipleri ile birlikte sıraya girmemektedir. Nihayetinde, üst sınırlı katılımlı paraya çevirmede öncelik hakkında hak sahibi, diğer pay sahiplerinden önce yatırımını almakta ve sonrasında diğer pay sahipleri ile birlikte sıraya girmektedir. Bu türün katılımlı paraya çevirmede öncelik hakkından temel farkı, yatırımcının alabileceği rakamın sözleşmede belirlenmiş bir sınırının olmasıdır. Kural olarak, paraya çevirmede öncelik hakkı sahibi yatırımcının sözleşme ile belirlenen rakamı elde etmesinden sonra diğer pay sahipleri ödemelerini orantısız olarak elde ederler.

Paraya çevirmede öncelik hakkı, yatırımcıya girişim şirketinin işlerinin kötü gitmesi ihtimalinde nakit akışından yararlanma imkânı sağlamaktadır¹²³⁸. Bu hakka sahip olan yatırımcı, yapmış olduğu yatırımı belirli bir ölçüde garanti altına almakta ve yatırım riski en aza indirmektedir¹²³⁹. Bu hak, yatırımcının girişim şirketine yapmış olduğu yatırımın değeri açısından da önem arz etmektedir. Başka bir ifadeyle, bu hakkı barındıran bir yatırımla barındırmayan bir yatırım arasında değer farkı bulunmaktadır¹²⁴⁰. Bununla birlikte, paraya çevirmede öncelik hakkının girişimci açısından hem sonraki aşamalarda yatırımcı bulma hem de girişim şirketinin değeri bakımından dikkate alınması gereken bir maliyeti bulunmaktadır¹²⁴¹.

Paraya çevirmede öncelik hakkı ile ilgili olarak, tasfiye payında düzenlenecek olan imtiyazın girişim şirketleri için uygulanabilirliğine değinmek gerekir. Öğretide, şirketler bakımından söz konusu olan tasfiye hükümlerinin girişim şirketleri için uygulanabilir olmadığı değerlendirilmektedir¹²⁴². Öncelikle, girişim şirketinin ticari ilişkileri diğer şirketlerle benzerlik göstermez. Bu bakımdan girişim şirketlerinin ödenmesi gereken ticari borçlarından veya banka borçlarından¹²⁴³ genellikle bahsetmek mümkün değildir¹²⁴⁴. İlaveten, girişim şirketlerinin paraya çevrilebilecek

¹²³⁸ Bengtsson/Sensoy, agm, 485.

¹²³⁹ Barlett, agm, 2.

¹²⁴⁰ Bengtsson/Sensoy, agm, 479.

¹²⁴¹ Anshuman/Martin/Titman, agm, 76.

¹²⁴² Pollman, E. (2023). "Startup Failure". *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper No 729/2023. s. 7. (Startup Failure)

¹²⁴³ Banka kredisinin girişim şirketleri açısından bir finansman kaynağı olmadığına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz: Birinci Bölüm, IV, B. s. 46-47.

¹²⁴⁴ Pollman, Startup Failure, 7-8.

mal varlıkları çok sınırlıdır. Diğer şirketlerden farklı olarak, girişim şirketlerinin menkul veya gayrimenkul malları bulunmaz. Girişim şirketlerinin en önemli mal varlıkları, paraya çevrilmesi son derece güç olan¹²⁴⁵ *know-how* ve fikri sınai haklardır¹²⁴⁶. Sonuç olarak, girişim şirketlerinin hem varlıkları hem de borçları diğer şirketlerden önemli farklılıklar gösterir.

Bu farklılıkların neticesinde, hem Türk hukukunda hem de karşılaştırmalı hukukta söz konusu olan iflas ve tasfiye hükümlerinin girişim şirketleri bakımından uygulanması, teorik olarak mümkün olsa da pratik olarak herhangi bir anlam ifade etmeyecektir. Bununla birlikte, paraya çevirmede öncelik hakkı; varlık satışı, blok pay satışı veya halka arz gibi girişimcinin şirketten çıkışına ilişkin işlemlerde büyük önem taşımaktadır ve bu yönüyle girişim şirketleri bakımından uygulanabiliridir.

ii. Paraya Çevirmede Öncelik Hakkının Türk Hukukunda Uygulanabilirliği

Paraya çevirmede öncelik hakkı veya tasfiye imtiyazının Türk hukuku karşısındaki durumunu değerlendirmeden önce kavramın kullanımına kısaca değinmek gerekmektedir. Kavram İngilizce “*liquidation*” kavramının Türkçe karşılığını ‘tasfiye’ kabul ederek kullanılmaktadır. İngilizce’de “*liquidation*” Türk hukukundaki tasfiyenin çok ötesinde bir anlam içermektedir. Türk hukukundaki tasfiye kavramının karşılığının İngilizcede “*wind-up*” olabileceği kanaatindeyiz. Bu çerçevede, İngilizce literatürde “*liquidation preference*” olarak kullanılan kavramın Türkçe’de tasfiye payında imtiyaz değil; halka arz, satma, birleşme gibi kavramları da karşılayacak daha geniş bir kavram olan “paraya çevirmede öncelik hakkı” veya “çıkma hakkında imtiyaz” olarak kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.

Paraya çevirmede öncelik hakkının Türk hukukunda uygulanabilir olup olmadığı değerlendirmesinde ise paraya çevirmeyi, tasfiye ve diğer yöntemler olarak ikiye ayırmak gerekmektedir.

¹²⁴⁵ Özellikle yazılımların paraya çevrilmesi uygulamada son derece zordur. Bu konuda detaylı bilgi için bkz: Mann, R. J. (1999). “Secured Credit and Software Financing.” *Cornell Law Review*, 134, 138–153.

¹²⁴⁶ Pollman, Startup Failure, 8.; Ibrahim, D. M. (2010). “Debt as Venture Capital”. *University of Illionis Law Review*, ss. 1169-1210, s. 1187-1189.

Yukarıda açıklanmış olduğu üzere, tasfiye payında imtiyaz anonim şirketler hukukunda izin verilen imtiyaz türlerinden biridir¹²⁴⁷. Anonim şirketler hukukunda tasfiye; şirket sona erdikten sonra mal varlıklarının paraya çevrilmesi, şirket borçlarının ödenmesi, alacaklarının tahsil edilmesi, pay bedellerinin ödenmesi ve nihayetinde bir bakiye kalması durumunda bunun pay sahiplerine ödenerek şirketin sicilden terkin edilmesi sürecini ifade etmektedir¹²⁴⁸. Bu bakımdan, anonim şirket

¹²⁴⁷ Bir girişim şirketinin esas sözleşmesinde yer alan “Tasfiye Payında Öncelik” başlıklı madde, örnek olması açısından aşağıya alıntılanmıştır.

“İşbu esas sözleşme tadil metninin tescil tarihi sonrasında herhangi bir tarihte, TTK anlamında bir tasfiye ya da pay sahipleri arasında tasfiye benzeri kabul edilen hallerden biri (“Tasfiye Hali”) gerçekleşirse, şirketin ticari ve kamu borçları da dahil olmak fakat bunlarla sınırlı olmamak üzere, (eğer var ise) ilgili tasfiye sonrasında kanunlarda öngörülen ve alacaklılara yasal olarak yapılması zorunlu olan tüm ödemeler yapıldıktan sonra kalan bakiye şirket pay sahiplerine işbu maddedeki sıra ve öncelikle dağıtılacaktır (“Dağıtım Hali”): i. İlk olarak, C1 grubu pay sahipleri ve C2 grubu pay sahipleri, sahip oldukları her bir C1 grubu pay ve C2 grubu pay için, diğer pay sahiplerine yapılacak dağıtımlardan önce ve bunlara göre öncelikli olarak, C1 Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarına (aşağıda tanımlandığı şekilde) ve C2 Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarına (aşağıda tanımlandığı şekilde) eşit bir tutarı alma hakkına sahip olacaktır; ve C1 Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarı ve C2 Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarına eşit bir tutarın ödenmesi için yeterli tutarın olmaması halinde, dağıtım için mevcut net tutar C1 Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarı ve C2 Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarına göre orantılı olarak ödeme alma hakkına sahip olacaktır. ii. İkinci olarak, B grubu pay sahipleri, sahip oldukları her bir B grubu pay için, diğer pay sahiplerine yapılacak dağıtımlardan önce ve bunlara göre öncelikli olarak, B Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarına (aşağıda tanımlandığı şekilde) eşit bir tutarı (ve B Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarına eşit bir tutarı ödemek için yeterli gelir olmaması halinde, dağıtım için mevcut net tutarı) B Grubu İmtiyazlı Tasfiye Tutarlarına göre orantılı olarak ödeme alma hakkına sahip olacaktır. iii. Son olarak, yukarıda (i) ve (ii) bentleri kapsamında C1 grubu, C2 grubu ve B grubu pay sahiplerine ödemeler eksiksiz olarak yapıldıktan sonra, (kalır ise) kalan tutar, A1 grubu ve A2 grubu pay sahiplerine, şirketteki o tarihteki payları ile orantılı olarak paylaştırılır. B Grubu Pay İmtiyazlı Tasfiye Tutarı: Her durumda, şirket tarafından tahakkuk ettirilmiş ancak ödenmemiş tüm temettüleri ilave olarak; aşağıdaki tutarlardan daha yüksek olanına eşit bir tutarı ifade eder: (i) herhangi bir B grubu pay sahibinin söz konusu Tasfiye Hali’ni düzenleyen dokümanlar uyarınca dağıtılmasına hak kazandığı her bir B Grubu Pay başına en yüksek tutarın şirketteki B Grubu Pay sayısı ile çarpımına eşit bir tutar; ve (ii) Dağıtım Hali tarihine kadar ilgili B Grubu Paylar için şirkete ödenen toplam iştirak bedelinin (emisyon primleri dahil) 1 katma (1x) eşit bir tutarı ifade eder.

C1 Grubu Pay İmtiyazlı Tasfiye Tutarı: Her durumda, şirket tarafından tahakkuk ettirilmiş ancak ödenmemiş tüm temettüleri ilave olarak; aşağıdaki tutarlardan daha yüksek olanına eşit bir tutarı ifade eder: (i) herhangi bir C1 grubu pay sahibinin söz konusu Tasfiye Hali’ni düzenleyen dokümanlar uyarınca dağıtılmasına hak kazandığı her bir C1 Grubu Pay başına en yüksek tutarın şirketteki C1 Grubu Pay sayısı ile çarpımına eşit bir tutar; ve (ii) Dağıtım Hali tarihine kadar ilgili C1 Grubu Paylar için şirkete ödenen toplam iştirak bedelinin (emisyon primleri dahil) 1, 2 katma (1, 2x) eşit bir tutarı ifade eder.

C2 Grubu Pay İmtiyazlı Tasfiye Tutarı: Her durumda, şirket tarafından tahakkuk ettirilmiş ancak ödenmemiş tüm temettüleri ilave olarak; aşağıdaki tutarlardan daha yüksek olanına eşit bir tutarı ifade eder: (i) herhangi bir C2 grubu pay sahibinin söz konusu Tasfiye Hali’ni düzenleyen dokümanlar uyarınca dağıtılmasına hak kazandığı her bir C2 Grubu Pay başına en yüksek tutarın şirketteki C2 Grubu Pay sayısı ile çarpımına eşit bir tutar; ve (ii) Dağıtım Hali tarihine kadar ilgili C2 Grubu Paylar için şirkete ödenen toplam iştirak bedelinin (emisyon primleri dahil) 1, 2 katma (1, 2x) eşit bir tutarı ifade eder.”

¹²⁴⁸ TTK m. 543/1- “Tasfiye hâlinde bulunan şirketin borçları ödendikten ve pay bedelleri geri verildikten sonra kalan varlığı, esas sözleşmede aksi kararlaştırılmamışsa pay sahipleri arasında,

pay sahibinin tasfiye payına ilişkin hakkı, tasfiyeye giren şirket mal varlığı üzerinde hemen kullanılabilecek olan bir hakkı değil, tasfiye işlemleri neticesinde kalan tasfiye bakiyesine ilişkin bir hakkı ifade etmektedir. TTK m. 507/1'in ikinci cümlesinde, her pay sahibi esas sözleşmede bir düzenleme bulunmadığı takdirde tasfiye sonucunda kalan tutara payı oranında katılma hakkına sahip olduğu düzenlenmiştir. Bu durumda, pay sahibinin tasfiye payı, şirketin sona ermesinden sonra bütün borçlarının ödenmesi akabinde pay sahiplerine payları oranında ödenecek rakamı ifade etmektedir.

Türk hukukunda tasfiye payı vazgeçilemez nitelikte olmayan¹²⁴⁹ ve üzerinde imtiyaz kurulabilen bir haktır¹²⁵⁰. TTK m. 543/1'de yer alan açık düzenleme çerçevesinde de tasfiye payı üzerinde imtiyaz kurulması, tasfiye payından ortaklardan bir kısmının feragat etmesi veya tasfiye payının üçüncü kişilere ödenmesi mümkündür. Bu çerçevede, girişim şirketlerinin finansmanına ilişkin sözleşmelerde yer alan paraya çevirmede öncelik hakkının tasfiye payına ilişkin kısmının hukuki geçerliliği ve bu hakkın esas sözleşmede düzenlenerek imtiyazlı bir hak haline getirilmesi imkânı hakkında herhangi bir tereddüt bulunmamaktadır.

Paraya çevirmede öncelik hakkının diğer kısmı yatırımcının çıkış hakkı olarak düzenlenen hususlar olan halka arz, birleşme veya pay satışı gibi durumlara ilişkindir. Paraya çevirmede öncelik hakkının bu durumlardaki işleyişi tasfiye hali ile aynı olmak üzere öncelikle hak sahibinin sözleşmede düzenlenmiş olan hakka göre alacağını alması, sonra diğer pay sahiplerinin söz konusu çıkış işlemi neticesinde alacaklarını alması şeklinde olacaktır. Girişim şirketine yapmış olduğu 10 milyon TL'lik bir yatırımla, %30 pay sahibi olan yatırımcının x2 paraya çevirmede öncelik hakkı söz konusu olduğu bir örnekte, girişim şirketi 30 milyon TL'ye satılırsa, öncelikle %30 oranında pay sahibi

ödedikleri sermayeler ve imtiyaz hakları oranında dağıtılır.” Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 349.; Tekinalp, Yeni Hukuk, s. 192.; Pulaşlı, H. (2022). *Şirketler Hukuku Şerhi*, Cilt IV. Tamamen Güncellenmiş ve Yenilenmiş 4. Baskı. Ankara: Adalet Yayınevi: s 2733. (Şerh IV); Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 324.; Besen, M. (2018). *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 48.; Üçışık/Çelik, Anonim Ortaklıklar II, s. 692.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, Şirketler Hukuku, s. 351.

¹²⁴⁹ Pulaşlı tasfiye payı üzerindeki hakkın niteliği zayıf bir müstesep hak olduğu görüşündedir. Pulaşlı, Şerh IV, 2750. Benzer yönde bkz: Al Kılıç, Ş. (2022). “Anonim Şirketlerde Pay Sahiplerinin Tasfiye Payı Alma Hakkı”. *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XXIII*, Sa. 4, s 51.; Bununla birlikte bizim de katıldığımız görüş tasfiye payı üzerindeki hakkın müstesep hak niteliği taşımadığı yönündedir. Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 2.

¹²⁵⁰ Pulaşlı, Şerh IV, 2750.; Ayhan/Çağlar/Özdamar, Şirketler Hukuku, s. 356.; Üçışık/Çelik, Anonim Ortaklıklar II, s. 741; Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 326.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 1.; Al Kılıç, agm, 51.

olan yatırımcı 20 milyon TL alacak, kalan 10 Milyon TL ise hakkın sözleşmesel düzenlenişine göre yatırımcının da dâhil olduğu tüm pay sahipleri veya geri kalan %70 paya sahip olan pay sahipleri arasında dağıtılacaktır.

Pay sahipleri sözleşmesinde yer alan paraya çevirmede öncelik hakkı, borçlar hukukunun temel ilkeleri içerisinde, sözleşme özgürlüğüne¹²⁵¹ dayanarak geçerli kabul edilmelidir. Burada, sözleşmenin içeriğinin TBK m. 27 uyarınca kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı olamayacağını dikkate almak gerekir. Ayrıca, yatırımcının bir tacir olduğu ve çeşitli tip sözleşmelerle yatırım yaptığı, girişimcinin çoğunlukla bir gerçek kişi olduğu girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin sözleşmeler bakımından genel işlem koşullarına ilişkin TBK hükümlerinin de uygulanabilir olduğu kanaatindeyiz. Bu bakımdan, TBK m. 25 uyarınca, dürüstlük kuralına aykırı olarak karşı tarafın aleyhine veya onun durumunu ağırlaştırıcı nitelikteki hükümler de yazılmamış sayılacaktır. Bu çerçevede, girişimci ile yatırımcı arasındaki sözleşme bakımından hem TBK m. 27 hem de TBK m. 25'in dikkate alınması gerekmektedir.

Buradaki kanaatimiz, çoklu paraya çevirmede öncelik hakkının ahlaka aykırı olarak değerlendirilmesinin mümkün olduğu yönündedir. Bu değerlendirmede hem öğreti hem de Yargıtay kararları ile geliştirilmiş olan ekonomik özgürlüğün sınırlandırılması ve borçlunun ekonomik mahvına ilişkin teorinin uygulanabilir olduğu kanaatindeyiz. Tacirler arasındaki cezai şarta ilişkin bu değerlendirmelerin çoğunlukla taraflardan birinin tacir olmadığı girişim şirketlerine özgü yatırım sözleşmeleri bakımından, evleviyetle, uygulanabilir olduğu kabul edilmelidir. Yargıtay'ın artık istikrar kazanmış olan kararlarında borçlunun ekonomik özgürlüğünü yok eden ve ekonomik mahvına sebep olan düzenlemeler ahlaka aykırı olarak kabul edilmektedir¹²⁵².

Gerçekten, yapılan yatırımın diğer pay sahiplerinin aleyhine olacak şekilde, birden fazla katını elde etmeye yarayacak olan bir sözleşmesel düzenlemenin, girişimcinin ekonomik mahvına sebebiyet verecek olması dolayısıyla, batıl olarak kabul edilmesi

¹²⁵¹ TBK m. 26.

¹²⁵² Çokları yerine bkz: Yargıtay Hukuk Genel Kurulu'nun 20.03.1974 Tarihli, 1970/1053 E. 1974/222 K. Sayılı Kararı. "...Cezai şart borçlunun iktisaden mahvını mucip olacak derecede ağır ve yüksek ise adap ve ahlaka aykırı sayılarak tamamen veya kısmen iptal edilmesi gerekir. Borçlu tacir olsa dahi böyle bir durumda ceza iptal edilebilir. Çünkü ahlak ve adaba aykırılık dolayısıyla cezai şartın butlanı genel bir hükümdür..."

gerektiği kanaatindeyiz. Bununla birlikte, yapılan yatırım kadar söz konusu olan paraya çevirme imtiyazının da mümkün olabilmesi gerekir.

Ayrıca, tasfiye payı imtiyazı haricinde, paraya çevirmede öncelik hakkının esas sözleşmede düzenlenmesi hiçbir şekilde mümkün olmamalıdır. Böyle bir düzenleme, pay sahiplerinin mal varlıklarına ilişkin olarak nisbi nitelik arz edeceği için, TTK m. 340 gereğince esas sözleşmede yer verilmesi mümkün olmayan bir düzenleme niteliğindedir. Bu durumda, tasfiye payında imtiyaz hariç olmak üzere, paraya çevirme imtiyazına esas sözleşmede yer verilmesi ve ABD hukuku kaynaklı paraya çevirmede öncelik hakkının korporatif olarak Türk hukukunda uygulanmasının mümkün olmadığı kanaatindeyiz. Bu yöndeki bir düzenleme ancak yukarıda açıklanmış olan esaslar dâhilinde bir sözleşmenin konusu olarak nisbi etki doğurmaya elverişli olacaktır ve bu da ancak sözleşmeler hukuku düzleminde sonuç doğurabilecektir.

cc. Sulandırmayı ve değer kaybını önleme hakları (*anti-dilution and down round protection*)

Sulandırmayı ve değer kaybını önleme hakları ile girişimci ile girişim sermayesi yatırımcısı arasında imzalanmış olan sözleşmelerde yer alan ve yatırımcının girişim şirketine yaptığı yatırım akabinde elde edeceği girişim şirketi payının oransal ve ekonomik değerini korumayı amaçlayan sözleşme hükümleri ifade edilmektedir. Sözleşmesel bu hak ile girişimci, yaptığı yatırım neticesinde elde ettiği payın hem değerini hem de oranını, sonraki yatırım turlarına karşı koruma imkânı elde etmektedir.

Bu başlık altında girişim şirketlerinin değerlemesine ilişkin temel esaslar, küresel girişim sermayesi yatırımlarında uygulanan sulandırmayı ve değer kaybını önleme hakları ve bu hakların Türk hukuku bakımından uygulanabilirliği incelenecektir.

i. Girişim şirketlerinde yatırım öncesi ve yatırım sonrası değerlendirme (*Pre-Money and Post- Money Valuation*)

Girişim sermayesi yatırımlarında sulandırma ve değer kaybını önleme haklarını açıklamadan önce girişim şirketinin değerinin hesaplanmasına kısaca değinmek gerekmektedir. Girişim şirketinin değeri belirlenirken yatırım öncesi ve yatırım sonrası durum birbirinden farklı değerlendirilir. Bu kapsamda, girişim sermayesi terminolojisinde sıklıkla kullanılan yatırım öncesi değerlendirme (*pre-money valuation*) ve yatırım sonrası değerlendirme kavramları önem arz eder.

Temel olarak bir girişim şirketinin yatırım öncesi değerine yatırım öncesi değerleme, yatırım sonrası değerine ise yatırım sonrası değerleme ismi verilmektedir¹²⁵³. Bu değerlerin belirlenmesinde aşağıdaki formüller uygulanır¹²⁵⁴:

$$\text{Yatırım Sonrası Değer} = \frac{\text{Girişim Sermayesi Yatırımcısının Girişim Şirketinde Elde Ettiği Pay Oranı}}{\text{Yatırım Miktarı}}$$

$$\text{Yatırım Öncesi Değer} = \text{Yatırım Sonrası Değer} - \text{Girişim Sermayesi Yatırım Miktarı}$$

Örneğin, bir girişim sermayesi yatırımcısı tarafından girişim şirketine yapılan 3 milyon TL yatırım karşılığında girişim şirketinin %30 oranında payı elde ediliyorsa, girişim sermayesinin yatırım sonrası değeri 10 milyon TL, yatırım öncesi değeri ise 7 milyon TL olmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımcının yatırım yaptığı an itibariyle, yatırımcı ile girişimci arasındaki bilgi asimetrisinin, yatırımcı ile girişimci arasındaki menfaat çatışmasının ve girişim şirketlerine özgü koşullar dolayısıyla şirketin mevcut veya gelecekteki değerinin net bir şekilde tespit edilmesi mümkün değildir. Yukarıda detaylı olarak açıklandığı üzere girişim sermayesi yatırımları büyüme potansiyeline yapılan yatırımlardır. Bu bağlamda yatırımcı, girişim sermayesinin potansiyelini dikkate alarak tahmini bir değerleme ile yatırım gerçekleştirmektedir.

Bir girişim şirketinin değeri, yapılan yatırımdan sonra, gerek girişimci veya girişim şirketine özgü koşullar (dinamizmin kaybedilmesi, rehabetin etkili olması, teknolojinin geçerliliğini yitirmesi, yeterince hızlı olunamaması vb.) gerekse piyasaya özgü koşullar (yeni regülasyonlar, ulusal veya uluslararası nitelikteki ekonomik krizler vb.) sebebiyle girişim şirketinin değer kaybetmesi söz konusu olabilecektir. Bu durumda, her zaman değeri artan girişimler söz konusu olmamakta, bazı durumlarda girişimin değeri azalmaktadır. Girişim şirketinin değerli olduğu dönemde yatırım yapan bir

¹²⁵³ Thomas, J. (2014). "Venturenomics: Adjusting for Three Standard Practices May Reduce Venture-Backed Company Pre-Money Valuations by 90%." *Harv. Bus. L. Rev. Online*, 5, ss. 1-20, s. 1-2.

¹²⁵⁴ Thomas, agm, 3.

yatırımcı bakımından söz konusu olabilecek kötü senaryolardan biri yatırım sonrasında girişim şirketinin değerinin düşmesi ve böylece yatırımcının yapmış olduğu yatırımın hem parasal değer olarak hem de oran olarak aşağı inmesidir.

ii. Girişim Şirketlerinde Sulandırmayı ve Değer Kaybını Önleme Haklarının Temel Çerçevesi

Sulandırmayı ve değer kaybını önlemeye yönelik hakların korumaya çalıştığı menfaat, belirli bir şirket değeri üzerinden yapılan yatırım akabinde şirketin daha düşük bir değerlendirme ile yatırım almasına karşı yatırımcının yapmış olduğu yatırım miktarıdır. Bu koruma mekanizmasının sadece sermaye artırımını suretiyle yeni yatırımcılara taahhüt edilen paylar bakımından geçerli olduğunu belirtmek gerekir.

Burada, girişim sermayesi yatırımcısının şirket genel kurulunda elde edeceği bir veto hakkı ile yeni sermaye artırımına engel olması ve yatırımcının her bir yatırım bakımından rüçhan hakkını kullanması da sulandırmaya karşı bir korunma yöntemi olarak ortaya çıkmaktadır¹²⁵⁵. Bununla birlikte, girişim sermayesi sisteminde ilk yatırım turundan sonra yeni yatırımların söz konusu olması ve bir yatırımcının bütün yatırımlara iştirak etmemesi son derece olağandır. Hem riskin paylaşılması hem de ekosistemin işleyişi gereği, birden fazla yatırım turunun söz konusu olması ve yatırımcı çeşitlenmesinin sağlanması beklenmektedir.

Girişim sermayesi yatırımlarında sulandırmaya karşı dizayn edilen hükümler çoğunlukla hem pay oranını hem de payın ekonomik değerini korumayı amaçlarlar¹²⁵⁶. Bu hükümlerle amaçlanan sadece yatırımcının pay oranını korumak değil, yatırımı parasal değer olarak da korumaktır.

Şirketin belirli bir değerden aldığı yatırım akabinde herhangi bir şekilde değer kaybetmesi durumunda, yeni yapılan yatırımlar daha düşük bir değer üzerinden yapılacaktır. Bu çerçevede, yeni finansman turları şirketin güncel değerinde yapılacak ve

¹²⁵⁵ Smith, D. G. (1997). “The Venture Capital Company: Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance”. *Tennessee Law Review*, 65(1), ss. 79-154, s. 119.; Lemon, agm, 17.

¹²⁵⁶ Woronoff, M. A., & Rosen, J. A. (2005). “Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities”. *Fordham L. Rev.*, 74, ss. 129- 162., s. 129-130.; Bartlett, R. P. (2003). “Understanding Price-Based Antidilution Protection: Five Principles to Apply When Negotiating Down-Round Financing”. *Business Lawyer (ABA)*, 59(1), ss. 23-42, s. 24-25.

dolayısıyla yatırımcının sahip olduğu payların değerinde bir azalma sonucunu doğuracaktır¹²⁵⁷. Örneğin, bir yatırım yapıldığı yatırım turunda girişim şirketinin pay bedeli 100 TL iken, sonraki yatırım turunda bu bedel 70 TL'ye düşerse, ilk yatırımcının yaptığı yatırım neticesinde elde ettiği pay oranı kendiliğinden azalacaktır. Bu durumda sulandırma, girişim şirketinin yeni yatırımcılara yeni hisseler çıkarması sonucunda dolaşımdaki toplam hisse artmasının bir neticesi olarak yatırımcının daha düşük oranda pay sahibi olması şeklinde ortaya çıkacaktır.

Başka bir örnekle, bir yatırımcının girişim şirketinin %10 oranındaki payını 10 milyon TL'ye almasından sonraki bir yatırım turunda, başka bir yatırımcı girişim şirketinin %10 oranındaki payını 7 milyon TL'ye alırsa, ilk yatırımcının girişim şirketindeki varlığı azalmış olacaktır. Bu azalma, girişim sermayesi uygulamasında sulandırma (*dilution*) olarak isimlendirilmektedir. Bu tür bir sulandırmaya karşı pay sahipleri sözleşme veya diğer sözleşmeler ile getirilen düzenleme ise sulandırmayı ve değer kaybını önleme hakkı (*anti-dilution and down round protection rights*) olarak isimlendirilmektedir¹²⁵⁸.

Genel olarak, tam koruma (*full ratchet*) ve ağırlıklı ortalama koruması (*weighted average*) olmak üzere iki farklı tür sulandırmayı ve değer kaybını önleme mekanizması kullanılmaktadır.

Öncelikle, tam sulandırma korumasına (*full ratchet*) ilişkin kavramsal bir zorluğa dikkat çekmek gerekir. “*Ratchet*”, İngilizce çarkın geri dönmesini engelleyen ve sadece bir yöne dönmesine imkân veren mekanizma anlamına gelmektedir. Bu kavramın kullanılmasıyla, yatırımın değerinin düşürülememesi ifade edilmektedir. *Full ratchet* korumasının Türkçeye çevrilmesi kavramın günlük kullanımı dolayısıyla zorluklar ihtiva etmektedir. Bu sebeple, kavramın Türkçeye olduğu gibi aktarılmasına alternatif olarak tarafımızca “tam sulandırma koruması” kavramı önerilmektedir.

¹²⁵⁷ Lemon, agm, 13-14.

¹²⁵⁸ Lemon, agm, 13 vd.; Cumming/Johan, Preplanned Exit Strategies, 1219.; Gupta, agm, 1242.; Paney, agm, 3.; Carney, age, 296.; Anshuman/Martin/Titman, agm, 82.; Leisen, agm, 21.; Feld/Mendelson, age, 45.; Mock, S., Csach, K., & Havel, B. (Eds.). (2018). *International Handbook on Shareholders' Agreements: Regulation, Practice and Comparative Analysis*. Walter de Gruyter GmbH & Co KG. s 249.; Kaplan/Strömberg, Financial Contracting Theory, 291.; Wroldsen, J. S. (2013). “The Social Network and the Crowdfund Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd”. *Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law*, 15(3), ss.583-635, s. 616-617.; Bartlett, agm, 23.

Tam sulandırma korumasında, yatırımdan sonra girişim şirketinin payının başka bir yatırımcıya daha düşük bir değerden satılması durumunda, tam sulandırma koruması hakkına sahip yatırımcının yatırımının düşük değerden tekrar ayarlanması söz konusudur¹²⁵⁹. Bu durumda, tam sulandırma koruması hakkına sahip yatırımcıya, yatırım sözleşmesinin tarafı olan girişimci(ler) tarafından, ortaya çıkan fiyat farkını giderecek şekilde yeni pay senetleri verilmektedir. Örneğin bir yatırımcı 100 TL beher gerçek pay bedeli ile 1000 adet pay almışsa ve sonraki yatırımcının elde ettiği beher pay bedeli 50 TL olmuşsa, tam koruma hakkı sahibi yatırımcıya 1000 adet daha pay verilerek ilk yatırımının sulandırılmaya karşı korunması sağlanır. Sistemin işleyişi gereği hak sahibi yatırımcı kendiliğinden yeni paylara sahip olur.

Görüldüğü üzere, tam sulandırma koruması; girişim şirketi, girişimciler ve devam eden yatırımcılar bakımından son derece dezavantajlı sonuçlar yaratır. Bu koruma yöntemi genelde kurucuların sahip olduğu payların sulanmasına yol açar, ikinci ve devam eden turdaki yatırımcıların pazarlık ettiklerinden daha az pay elde etmelerine sebep olur ve sonraki yatırım turlarının miktarı ne olursa olsun ilk yatırımın yeniden hesaplanmasına yol açar¹²⁶⁰. Tüm bu sebeple, tam sulandırma korumasının çok yaygın olmadığını söylemek mümkündür¹²⁶¹.

İlk yatırımcının yapmış olduğu yatırım bakımından yeniden değerlendirme imkânı sağlayan tam sulandırma koruması, girişimcilerin sonraki yatırımcılara daha avantajlı yatırım sunma konusundaki iradesini ortadan kaldırması bakımından işlevseldir¹²⁶². Bununla birlikte, girişimcinin daha düşük değerden yatırım almasını haklı gösterecek durumların ortaya çıkmasının objektif gerekçeleri de söz konusu olabilecektir. Girişimci, önceki yatırımdaki değerlemenin fazla olması veya yukarıda açıklanmış olan ve girişim şirketlerine özgü belirsizlikler dolayısıyla daha düşük değerden yeni yatırım alma

¹²⁵⁹ Lemon, agm, 14.; Bagley, C. E., & Dauchy, C. E. (2008). *The Entrepreneur's Guide to Business Law. 3rd Edition*. Thomson West. s 462.; Carney, age, 296.; Feld/Mendelson, age, 63-64.; Woronoff/Rosen, agm, 145.

¹²⁶⁰ Bagley/Dauchy, age, 464.; Feld/Mendelson, age, 64.; Woronoff/ Rosen, agm, 145-146.

¹²⁶¹ Bagley/Dauchy, age, 464.; Kumar, J., Mehra, R. (2006). "Beware Rights of Shareholders". *International Financial Law Review*, 25(10), s. 40-41.

¹²⁶² Lemon, agm, 14.; Feld/Mendelson, age, 66.

ihtiyacı içerisinde olabilir. Bu bakımdan tam yatırım koruması, gelecekteki yatırımlar bakımından son derece caydırıcı ve olumsuz bir işlev görür¹²⁶³.

Sulandırmaya karşı ikinci koruma türü ise ağırlıklı ortalama (*weighted average*) korumasıdır. Ağırlıklı ortalama korumasında temel olarak girişim şirketine yapılan yeni yatırımın toplam etkisi dikkate alınır ve ilk yatırım turundaki gerçek pay bedeli, orantılı olarak yeniden düzenlenir¹²⁶⁴. Ağırlıklı ortalama sisteminde ilk yatırım bedeli yeni yatırım değeri hesaplanırken bir fonksiyon olarak kullanılır. Bu kapsamda yeni yatırımdaki pay bedeli; eski yatırımdaki pay bedelinin (yatırım öncesi payların yatırım bedeli ile ilk yatırımdaki pay bedeline olan oranının) toplamının eski yatırımdaki pay bedeli ile yeni yatırımdaki payların toplanmasına çarpımı neticesinde elde edilir. Bu hesaplama aşağıda belirtilmiş olan formülle daha kolay anlaşılabilir.

$$\text{Yeni Yatırım Hisse Bedeli} = \text{Eski Yatırımdaki Hisse Bedeli} \times \frac{\text{Yatırım Öncesi Pay Sayısı} + \text{Yeni Yatırım Tutarı} / \text{Eski Yatırımdaki Hisse Bedeli}}{\text{Yatırım Öncesi Pay Sayısı} + \text{Yeni Yatırımda Çıkarılan Pay Adedi}}$$

Bu çerçevede, bir yatırımcının 10 milyon paya sahip bir girişim şirketinin 5 milyon payını 10 TL beher bedelle almış olduğu bir örnekte, sonraki yatırım turunda pay satın alan bir yatırımcı 5 TL beher bedelle 5 milyon adet pay satın alırsa, ilk yatırımcının pay bedeli 8,3 TL'ye gerilemiş olacaktır. Bu yeni pay bedeli, sulandırmaya karşı koruma hakkı sahibi olan yatırımcının uğrayacağı sulandırmayı belli ölçüde ortadan kaldıracaktır. Bu durumda, ilk yatırımcının sulandırmaya karşı koruma hakkı olmasaydı yeni yatırım ile birlikte girişim şirketindeki pay sahipliği oranı %50'den %33,3'e düşecekti. İlk yatırımcının sulandırmaya karşı tam koruma hakkı olsaydı girişim şirketi hak sahibi yatırımcı %50 paya tekrar ulaşınca kadar ilk yatırımcıya yeni pay vermek zorunda kalacaktı. Bununla birlikte, sulandırmaya

¹²⁶³ Lemon, agm, 14.

¹²⁶⁴ Bagley/Dauchy, age, 465.; Lemon, agm, 14.; Woronoff/ Rosen, agm, 147.

karşı ağırlıklı ortalama koruması sahibi yatırımcının girişim şirketinde sahip olduğu pay oranı, beher hisse bedelinin 8,33 TL'ye kalibre edilmesiyle %37,5 olacaktır.

Yukarıdaki örnekten anlaşılacağı üzere, ağırlıklı ortalama koruması, tam sulandırma korumasına karşı daha adildir. Öncelikle, bu koruma sisteminde yeni yatırımın etkisi bir bütün olarak ortaya çıkar. Tam sulandırma korumasında olduğu gibi bir payın bile daha düşük ihraç edilmesinin tüm değerlemeyi etkilemesi sonucunu doğurmaz. Bu kapsamda, ağırlıklı ortalama koruması tam sulandırma korumasına göre çok daha yaygın olarak kullanılmaktadır¹²⁶⁵.

iii. Girişim sermayesi sisteminde kullanılan sulandırmaya karşı koruma yöntemlerinin Türk hukuku bakımından uygulanabilirliği

iii.a Genel olarak

Yukarıda ifade edildiği üzere, paraya çevirme imtiyazı ile birlikte sulandırmaya karşı koruma hakları girişim sermayesi yatırım sözleşmelerinde yaygın olarak kullanılmaktadır¹²⁶⁶. Bu bakımdan, bu iki mekanizmayı girişim sermayesine özgü en önemli haklar/imtiyazlar arasında saymak mümkündür. 200'ü aşan girişim sermayesi yatırım işlemi üzerinde gerçekleştirilen bir araştırma, yatırım işlemlerinin yaklaşık %75'inde paraya çevirme imtiyazı ve sulandırmaya karşı koruma imtiyazının uygulandığını göstermektedir¹²⁶⁷.

Bu hakların özellikle ABD ve İngiltere gibi girişim sermayesi sisteminin merkezi olarak kabul edilecek ülkelerde bu kadar yaygın kullanılması, bu mekanizmalara olan ihtiyacı ortaya koyması bakımından önemlidir. Bununla birlikte, Kıta Avrupası hukuk sistemine sahip olan ülkelere bu tür hükümlerin daha sınırlı olarak kullanıldığını ifade etmek gerekir. Türk girişim sermayesi ekosisteminde paraya çevirme imtiyazı ve sulandırmaya karşı koruma haklarının hangi ölçekte kullanıldığına ilişkin istatistiki bir çalışmaya henüz rastlanmamıştır. Bununla birlikte,

¹²⁶⁵ Woronoff/ Rosen, agm, 148.

¹²⁶⁶ Lemon, agm, 18.; Leisen, agm, 22.

¹²⁶⁷ Kaplan/Strömberg, Financial Contracting Theory, 301.

Alman hukuk sistemi kaynaklı ülkelerde girişim sermayesi yatırım sözleşmelerinde bu hükümlere yer verilmesi %10 mertebesinde kalmaktadır¹²⁶⁸.

iii.b Türk hukukunda sulandırmaya karşı alınabilecek yapısal önlemler

Konuyu Türk hukuku penceresinden değerlendirebilmek için sulandırmaya karşı koruma mekanizmalarını ikiye ayırmak gerekmektedir. Bu anlamda sulandırmaya karşı koruma kapsamında öncelikli olarak, ilgili genel kurul toplantı nisabının yatırımcının oyu olmaksızın alınamaması, başka bir deyişle sermaye artırımını bakımından yatırımcıya veto hakkı tanınması¹²⁶⁹, ve pay sahibinin rüçhan hakkını kullanması olarak ortaya çıkmaktadır.

Anonim şirketlerde pay sahibinin sahip olduğu ortaklık oranının ancak sermaye artırımını yoluyla sulandırılabilceğini ifade etmiştik. Bu bakımdan sermaye artırımını yapılabilmesi için esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde ise yönetim kurulu kararına ihtiyaç bulunmaktadır¹²⁷⁰. Girişim şirketleri bakımından çoğunlukla esas sermaye sisteminin geçerli olduğunu dikkate alacak olursak¹²⁷¹ sermaye artırımını kararları bakımından genel kurul toplantı ve/veya karar nisaplarının yatırımcının olumlu oyu olmaksızın alınamaması şeklindeki fonksiyonel bir veto hakkının sulandırmaya karşı etkin bir koruma yöntemi olduğunu söylemek mümkün olabilecektir. TTK sisteminde bir esas sözleşme değişikliği ile sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararları bakımından TTK’da düzenlenmiş¹²⁷² olandan daha ağır bir nisap öngörülmesi mümkündür¹²⁷³. Bu durum TTK m. 421/1’de ‘*kanunda ve esas*

¹²⁶⁸ Cumming/Johan, Preplanned Exit Strategies, 1231.

¹²⁶⁹ Pay sahibine tanınacak olan veto ile esasında ilgili yatırımcının olumlu oyu olmaksızın genel kurul kararı alınamaması ifade edilmektedir.

¹²⁷⁰ TTK m. 456/(2).

¹²⁷¹ Girişim şirketi tanımlamasının zorluğu nedeniyle bu konuda tam bir istatistiki veri elde edilememiştir. Bununla birlikte, girişim şirketinin niteliği ve ölçeği dikkate alındığında neredeyse tamamının esas sermaye sisteminde bulunduğunu söylemek yanlış olmayacaktır.

¹²⁷² TTK’da sermaye artırımını bakımından özel bir nisap düzenlenmemiş olduğu için şirket esas sözleşmesinde aksine bir hüküm bulunmuyorsa TTK m. 421/(1) hükmü sermaye artırımını bakımından da uygulanır. TTK m. 421/1 ise “*Kanunda veya esas sözleşmede aksine hüküm bulunmadığı takdirde, esas sözleşmeyi değiştiren kararlar, şirket sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurulda, toplantıda mevcut bulunan oyların çoğunluğu ile alınır. İlk toplantıda öngörülen toplantı nisabı elde edilemediği takdirde, en geç bir ay içinde ikinci bir toplantı yapılabilir. İkinci toplantı için toplantı nisabı, şirket sermayesinin en az üçte birinin toplantıda temsil edilmesidir. Bu fıkra da öngörülen nisapları düşüren veya nispi çoğunluğu öngören esas sözleşme hükümleri geçersizdir.*” şeklindedir.

¹²⁷³ Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I, s. 582.; Üçışık/Çelik, Anonim Ortaklıklar II, s. 436.; İmregün, O. (1984). “Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Toplantı ve Karar Yetersayıları”, *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası (İÜHF)*, 1, 349-362; Moroğlu, Sermaye Artırımı,

sözleşmede aksine hüküm bulunmadığı takdirde' ifadesi ile açıkça ifade edilmektedir. Bu durumda, yatırımcının yatırımla birlikte esas sözleşme değişikliğini yaparak, sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararları bakımından, yatırımcının olumlu oyu olmaksızın karar alınmasının mümkün olmadığı bir düzenleme ile girişim şirketinde sahip olduğu pay oranının sulandırılmasına karşı yapısal bir önlem alabileceği anlaşılmaktadır. Bu durumda, girişimci ile yatırımcı arasındaki sözleşmelerde düzenlenmiş olan bu yöndeki bir hükmün, girişim şirketinin esas sözleşmesine eklenmesi ve bütün taraflar bakımından korporatif bir etki doğurması mümkündür.

Bu noktada, anonim şirketlerde bir pay sahibine veya pay sahibi grubuna sermaye artırımı kararları bakımından veto hakkı tanınıp tanınamayacağına da kısaca değinmek gerekmektedir. TTK sisteminde limited şirketlerin aksine¹²⁷⁴ anonim şirketler bakımından veto hakkı ile ilgili herhangi bir düzenleme bulunmamaktadır. Öğretide, pay sahiplerine olumsuz oy kullandığı kararların alınamamasına ilişkin bir veto hakkı, olumsuz azınlık hakkı, tanınabileceğine ilişkin görüşler mevcut olmasına rağmen¹²⁷⁵, bizim de katıldığımız görüş TTK m. 340'da düzenlenen emredici hükümler ilkesi karşısında belirli bir paya veya pay grubuna veto hakkının tanınmasının mümkün olmadığı yönündedir¹²⁷⁶. Bu yönde tanınacak bir veto hakkının anonim şirketler bakımından çoğunluk ilkesine aykırı olacağı gibi anonim şirketin niteliklerine de aykırı olacaktır.

Genel kurul kararları bakımından belirli pay grupları veya pay sahipleri bakımından olumlu oyu gerekli kılan bir veto hakkının düzenlenebileceği kabul

s. 78.; Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, s. 159.; Kaya, M. İ. (2022). *Şartlı Sermaye Artırımı*, (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 2. Baskı). Yetkin Yayınları: Ankara. s. 113. (Şartlı Sermaye Artırımı).; Şener, O. H. (2023). *Anonim Ortaklıklara İlişkin Emsal Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi*, (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 3. Baskı). Ankara: Seçkin Yayınevi, s. 339.; Bilgili, F., Demirkapı, E. (2021). *Şirketler Hukuku Dersleri*, 8. Basım. Dora Yayınevi: Bursa. s. 246.

¹²⁷⁴ TTK m. 577/1(e) hükmü uyarınca “belirli veya belirlenebilir ortaklara veto hakkı veya bir genel kurul kararının oylanması sonucunda oyların eşit çıkması halinde bazı ortaklara üstün oy hakkı tanıyan hükümler” in şirket esas sözleşmesinde öngörülmeleri durumunda bağlayıcı olacakları düzenlenmiştir.

¹²⁷⁵ Kendigelen, İmtiyaz, s. 302.; Yatağan Özkan, Ç. (2016). *Anonim Şirketlerde Altın Paylar*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s. 116.;

¹²⁷⁶ Aynı yönde bkz: Pulaşlı, Şerh III, 2123.; Arslanlı, Anonim Şirketler II, s. 63.; Karasu, Emredici Hükümler, s. 184-185.; Toraman Çolgar, E. (2022). “Halka Açık Anonim Ortaklıklarda İmtiyaz Tesisi Yoluyla Yönetim Kontrolünün Sağlanması”. *Koç Üniversitesi Doktor Nüsret – Semahat Arsel Uluslararası Ticaret Hukuku Uygulama ve Araştırma Merkezi*. <https://nasamer.ku.edu.tr/halka-acik-anonim-ortakliklarda-imtiyaz-tesisi-yoluyla-yonetim-kontrolunun-saglanması/> [11.12.2023 tarihinde erişilmiştir.]

edilecek olsa dahi, esas sözleşme değişikliklerinde oyda imtiyaz hakkının kullanılamayacağını düzenleyen TTK m. 379/3(a) hükmü uyarınca, bu hakkın sermaye artırımında hiçbir şekilde kullanılamaması gerekmektedir.

Bu kapsamda, pay sahibinin şirketteki pay oranının sulandırılmasına karşı söz konusu olan kanuni bir önlem olarak rüçhan hakkına da kısaca değinmek gerekmektedir. Anonim şirketlerde yeni pay alma hakkı veya kanuni ifadesi ile rüçhan hakkı, TTK m. 461 ile düzenlenmiştir. Buna göre, anonim şirketlerde her pay sahibinin, yeni çıkarılan payları sahip olduğu sermaye oranına göre alma hakkı mevcuttur. Başka bir ifadeyle, her pay sahibi kendi pay oranına göre sermaye artırımına iştirak etme hakkına sahip olmaktadır. TTK 461/2 ile, rüçhan hakkının sınırlandırılmasına ilişkin hem genel kuruldaki oy nisabı hem de gerekçe bakımından önemli sınırlandırmalar getirilmiştir. Bu yönüyle TTK, pay sahibinin orana bağlı olarak sahip olduğu hakların (sermaye oranına bağlı olan kâr payı, tasfiye payı, oy hakkı vb.) ve şirkette sahip olduğu oy oranının sulandırılmasına karşı önlem olarak rüçhan hakkını getirmiştir¹²⁷⁷. Rüçhan hakkı; paydan doğan, paya bağlı olan bir mal varlığı hakkıdır¹²⁷⁸. Bu hakkın bu yönüyle bir müktesep hak veya bir imtiyaz hakkı olarak nitelendirilmesi mümkün değildir¹²⁷⁹. Şartlı sermaye artırımları bakımından geçerli olan önerilmeye muhatap olma hakkının¹²⁸⁰ da mevcut pay sahiplerinin ortaklık haklarının ve oranlarının sulandırılması bakımından öngörülmüş olan bir kanuni araç olduğunu belirtmek gerekir¹²⁸¹.

Rüçhan hakkı, girişim sermayesi yatırımlarında iki gerekçeyle yatırımcıları tam anlamıyla korumaz. Öncelikli olarak, sadece haklı sebeplerle ve sermayenin en az yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir dahi olsa rüçhan hakkının her zaman sınırlandırılması mümkündür. Rüçhan hakkının sınırlandırılmasının sonrasında, sınırlandırılmaya ilişkin gerekçelerin haklı olup olmadığının tespiti bir

¹²⁷⁷ Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, 148-149.; Bektaş, s. 10-11.; Yıldız, Yeni Pay Alma, 111 vd.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 218.; Moroğlu, Sermaye Artırımı, 143.; Pulaşlı, Şerh III, 2504.; Bilgili/Demirkapı, age, 353.

¹²⁷⁸ Moroğlu, Sermaye Artırımı, s. 148.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 218.

¹²⁷⁹ Moroğlu, Sermaye Artırımı, 148.

¹²⁸⁰ TTK m. 466/1- “Şarta bağlı sermaye artırımında, tahvillere ve benzeri borçlanma araçlarına bağlı olarak değiştirme ve alım hakları içeren senetler ihraç edildiği takdirde, bunlar önce, mevcut payları oranında, pay sahiplerine önerilir.”

¹²⁸¹ Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, s. 148-149

yargılama gerektireceği için hızlı ve ucuz bir biçimde sonuç vermesi mümkün değildir. Bu durum yatırımcı bakımından hukuki bir boşluk/risk yaratmaktadır.

Girişim sermayesi sisteminde kanuni rüçhan hakkının yetersiz olduğu bir diğer husus ise yatırımcının sermaye artırımına katılmak istememesi durumunda ortaya çıkmaktadır. İkinci bölümde detaylı olarak açıklandığı üzere, girişim sermayesi yatırımcıları, çeşitli fonların toplamış oldukları paralarla yatırım yapmakta ve bu yatırımlarını belirli sektör, program gibi kriterler kapsamında gerçekleştirmektedir. Bu bakımdan, aynı girişim şirketine tekrar yatırım yapılması yatırımcının planlamadığı ve arzu etmeyeceği bir durum oluşturabilecektir. Rüçhan hakkının devri veya satışının mümkün olması¹²⁸² da yatırımcının yeni bir yatırımcı bulamaması ihtimalinin söz konusu olması ve her halükârda sahip olduğu payın sulanmasına yol açması dolayısıyla işlevsel olmayacaktır. Bu çerçevede değerlendirildiğinde rüçhan hakkı kısıtlanmasa bile, girişim sermayesi yatırımcısı bakımından her zaman beklenen korumayı sağlayamayacaktır.

Son olarak, iştirak sözleşmesi kısmında açıklamış olduğumuz¹²⁸³, şirket paylarının gerçek değerinin altında ihraç edilip edilemeyeceğine ilişkin açıklamaların sulandırmaya karşı bir koruma önlemi olarak da değerlendirilmesi gerekir. Daha önce açıklamış olduğumuz üzere, şirket paylarının sermaye artırımı ile gerçek değerinin altında ihraç edilmesi, mevcut pay sahiplerinin sahip oldukları payları sulandırmaktadır. Sermayesi 10.000 paya bölünmüş olan bir girişim şirketinin paylarının nominal değerinin 10 TL, gerçek değerinin 100 TL olduğu örnekte, sermaye artırımını 5000 adet şirket payı 50 TL üzerinden ihraç edilirse, şirket 250.000 TL¹²⁸⁴ daha az yatırım almış olacaktır. Bu durumda, mevcut payların da gerçek değeri sulanmış olacaktır. Aynı örnek üzerinden devam edersek, sermaye artırımını öncesinde şirketin gerçek değeri 1.000.000 TL'dir. Sermaye artırımını sonrasında şirketin değerinin artırılan sermaye kadar yükselmiş olacağı değerlendirildiğinde 1.250.000 TL¹²⁸⁵ olacaktır. Bununla birlikte, sermaye artırımını sonrasında her bir payın gerçek değeri yaklaşık 83 TL'ye düşecektir. Bu durum şirket

¹²⁸² TTK m. 461/4.

¹²⁸³ Üçüncü Bölüm, III, B, 2.b.cc. s. 270-272.

¹²⁸⁴ (5000x100-5000x50=250.000 TL)

¹²⁸⁵ Örneğin kolay anlaşılabilmesi bakımından yatırım işlemi sonrasında girişim şirketinin değerinde meydana gelecek olan değer artışı göz ardı edilmiştir.

paylarının gerçek değerinin yaklaşık %20 oranında sulandırılmış olduğunu göstermektedir.

Girişim şirketinin bu şekilde gerçek değerinin altında pay ihraç etmek suretiyle yeni ortak alması, öğretilde dürüstlük kuralına aykırı olarak deęerlendirilmektedir¹²⁸⁶. Buna göre, zorlayıcı bir sebep olmadığı müddetçe, gerçek değerinin altında pay ihracı hakların sakınılarak kullanılması ilkesine aykırılık teşkil edecek ve böylece sermaye artırımına ilişkin organ kararının¹²⁸⁷ iptali söz konusu olabilecektir. Bu durumda, TTK'da özellikle genel kurul kararları bakımından getirilmiş olan dürüstlük kuralına uygun davranma, girişim şirketleri bakımından sulandırılmanın önlenmesine karşı yapısal bir koruma olarak değerlendirmek mümkün olacaktır.

iii.c Sulandırmayı ve değer kaybını önlemeye ilişkin hakların Türk hukuku bakımından değerlendirilmesi

Yukarıda açıklanmış olan ve girişim sermayesi sözleşmelerinde yaygın olarak kullanılan (i) tam sulandırma koruması ve (i) ağırlıklı ortalama koruması yöntemlerinin hem sözleşmesel olarak geçerliliği hem de esas sözleşmede düzenlenip düzenlenemeyeceğinin ayrıca değerlendirilmesi gerekir.

Sulandırmaya karşı kullanılan (i) tam sulandırma koruması ve (i) ağırlıklı ortalama koruması yöntemlerinin, sözleşme özgürlüğü ilkesi uyarınca, Türk hukukunda sözleşmesel olarak geçerli kabul edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bununla birlikte, tam sulandırma koruması bakımından TBK m. 27 kapsamında ekonomik özgürlüğün sınırlandırılması ve borçlunun ekonomik olarak mahvına sebebiyet verecek olması dolayısıyla geçersizlik tehlikesi ile karşı karşıya kalabileceğinin dikkate alınması gerektiği kanaatindeyiz. Tam sulandırma koruması sistemi bakımından, yatırım işleminden sonra, miktarı ve ölçeği dikkate alınmaksızın, daha düşük bir değerleme ile gerçekleştirilecek olan bir sermaye artırımını işlemi neticesinde hem yeni yatırımcının hem de girişimcilerin pay sahipliği oranlarının hak sahibi yatırımcı lehine aşınması/sulanması durumunu girişimcinin ekonomik özgürlüğünün ahlaka aykırı sınırlandırılması olarak kabul edilebilecektir.

¹²⁸⁶ Kırca, Gerçek Değer, 25.

¹²⁸⁷ Sermaye artırım kararı esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde ise yönetim kurulu tarafından alınmaktadır.

Ekonomik özgürlüğün sınırlandırılmasına ilişkin olarak yukarıda¹²⁸⁸ paraya çevirme imtiyazı kapsamında yapılan açıklamalar sulandırma koruması bakımından da geçerli olduğu için bu açıklamayla yetiniyoruz. Ağırlık ortalama korumasının sağladığı görece makul çerçeve dolayısıyla böyle bir risk ihtiva etmediği ve geçerliliği konusunda sorun yaşanmayacağını düşünüyoruz.

Sulandırmaya karşı koruma hükümlerinin, başka bir ifadeyle pay sahibine yüklenen yatırımcının pay oranını sulandırmama borcunun, TTK m. 340'ta düzenlenmiş olan emredici hükümler ilkesini ve TTK m. 480/1'de düzenlenmiş olan tek borç ilkesini ihlal edeceği ve dolayısıyla esas sözleşme ile düzenlenmesinin mümkün olmadığını değerlendiriyoruz. Bu bakımdan, bu yöndeki düzenleme ancak borçlar hukuku bakımından nisbi etki doğuracak bir sözleşme hükmü olma niteliğinde olacaktır.

3. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri¹²⁸⁹

a. Genel olarak

Yukarıda açıklanmış olan sözleşme tipleri olan pay devir sözleşmesi ve iştirak sözleşmesi, yatırımcının girişim şirketinde bir ortaklık hakkı elde etmesini amaçlamaktadır. Pay sahipleri sözleşmesi ise yatırımcının girişim şirketine ortak olmasından sonra şirketin yönetimini ve yatırımcı ile girişimci arasındaki ilişkiyi düzenlemeyi amaçlamaktadır. Bu sözleşmeleri girişimciliğin finansmanı bakımından geleneksel sözleşmeler olarak sınıflandırmak yanlış olmayacaktır.

Bununla birlikte, girişim sermayesi sisteminde girişim şirketlerinin finansmanı bakımından ortaklık hakkı veren sözleşmeler dışında sözleşme tipleri de kullanılmaktadır. Bu sözleşme tipleri arasında; yatırımcının girişim şirketinin gelirlerinin belirli bir kısmını aldığı gelir bazlı yatırım sözleşmeleri (*revenue based financing contracts*)¹²⁹⁰, girişim kredisi (*venture debt/loan*)¹²⁹¹ ve pay ile

¹²⁸⁸ 3.3.1.2.5.1.2

¹²⁸⁹ Girişimcilik ekosisteminde 'convertible note' olarak kullanılan kavramın Türk hukukundaki en yakın karşılığının 'pay ile değiştirilme hakkı veren tahvil' olduğu kanaatindeyiz. Kavram hakkında detaylı bilgi için bkz: Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, 44-75. Bununla birlikte, girişimcilik ekosisteminde kullanılan kavramı genel uygulamadan ayırmak için çalışmamızda paya dönüştürülebilir borçlanma senedi kavramını kullanacağız.

¹²⁹⁰ Konu hakkında detaylı bilgi için Bkz: Bernthal, J. B. (2018). "The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology." *Brigham Young University Law Review*, 773-858; Borchers, J. (2023).

değiştirilebilir tahviller (*convertible note*) gibi sözleşmeler ve yöntemler bulunmaktadır. Girişimciliğin finansmanı bakımından bu sözleşmeler, geleneksel olmayan sözleşmeler olarak sınıflandırılabilir.

Çalışmamızın bu kısmında paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin işleyişi, Türk hukukunda uygulanabilirliği ve menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından rolü üzerinde durulacaktır.

b. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin işleyişi

Özellikle Amerikan hukuk sisteminde uzun yıllardır var olan paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri¹²⁹², bir borç sermaye karması olarak, girişim sermayesi ekosisteminde yaygınlaşmış ve birçok yatırım işleminde kullanılır hale gelmiştir¹²⁹³.

Girişim yatırımlarında paya dönüştürülebilir borçlanma senedi hem krediden hem de pay karşılığı yatırımdan ayrılmaktadır. Yatırımcı burada yatırımının, girişim şirketinin alacağı büyük bir yatırım veya önemli bir çıkış işlemi neticesinde paya

“Revenue-Based Financing vs. Traditional Venture Debt: Unpacking the Distinctions.” <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinesscouncil/2023/12/01/revenue-based-financing-vs-traditional-venture-debt-unpacking-the-distinctions/?sh=c068c7ff04e1> (e.t: 11.12.2023).

¹²⁹¹ Girişim sermayesi yatırımının bir tamamlayıcısı olarak nitelendirilebilecek girişim kredisi, girişim sermayesi yatırımı alacak olan şirketler bakımından ara dönemdeki faaliyetlerini desteklemek ve girişim finansmanının maliyetlerini düşürmek için bu konuda uzman bankalar veya finans kuruluşları tarafından verilen krediyi ifade etmektedir. 2 veya 3 yıl gibi kısa vadeli olan bu borçlanmalarda kredi verenler belirli oranlarda uygulanan faizle birlikte, girişim sermayesi yatırımının gerçekleşmesi ile borcun ödenmesini beklerler. Girişim kredisinin girişim sermayesinden temel farkı bir yatırım olmaması ve yapılan ödemenin karşılığının girişim şirketinin payları olmamasıdır. Bu konuda detaylı bilgi için bkz: İbrahim, D. M. (2010). Debt as Venture Capital. *University of Illinois Law Review*, 1169-1210.

¹²⁹² Hills, G. S. (1930). “Convertible Securities. Legal Aspects and Draftsmanship.” *California Law Review*, Nov., 1930, Vol. 19, No. 1 (Nov., 1930), pp. 1-39, s. 1-2.

¹²⁹³ Schmidt, K. M. (2008). “Convertible Securities and Venture Capital Finance.” *Journal of Finance* 58 (3), 1139–1165. s. 1139.; Winton, A., & Yerramilli, V. (2008). “Entrepreneurial Finance: Banks versus Venture Capital”. *Journal of Financial Economics*, 88(1), 51-79. s. 52.; Romans, A. (2013). *The Entrepreneurial Bible to Venture Capital: Inside Secrets from the Leaders in the Startup Game*. McGraw Hill Professional.s 38.; Gerken, L.C. (2014). *The Little Book of Venture Capital Investing, Empowering Economic Growth and Investment Portfolios*. Wiley Publishing. s. 4.; Golis, age, 203.Örneğin Hub GSYO AŞ’nin ABD’de yaptığı bir yatırıma ilişkin KAP duyurusu bu yöntemin Türk yatırımcıların yurtdışı yatırımlarında da yoğunlukla kullanıldığını göstermektedir. Duyuru Metni, “Amerika Birleşik Devletleri Wyoming eyaletinde kurulu Nerf IT! Inc.’nin gelecekte imtiyazlı hisselerini edinmek üzere, bir yatırım aracı olan SAFE (Simple Agreement for Future Equity) anlaşmasının imzalanmasına ve bu kapsamda Nerf IT! Inc.’ye 100.000 Amerikan Doları yatırım yapılmasına karar verildiği açıklanmıştır. Söz konusu yatırıma ilişkin 100.000 ABD Doları tutarındaki ödeme 19.06.2023 tarihinde (bugün) gerçekleştirilmiştir.” şeklindedir. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1160157> (e.t. 19.11.2023).

döneceği umuduyla, girişim şirketine bir sermaye aktarır¹²⁹⁴. Burada aslında ne verilmiş bir borç ne de paya dönüştürülmüş bir yatırım vardır. Bu kapsamda, yatırımın bu ikisinin karması olduğunu ve paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin hukuken karma nitelikte olduğunu¹²⁹⁵ söylemek yanlış olmayacaktır. Paya dönüştürülebilir borçlanma senedi ile yatırımcı verdiği borç karşısında, bu borcu ileride paya çevirme hakkını elde etmektedir¹²⁹⁶.

Bu sistemde ödenen para belirli bir süre borç olarak takip edilecek, yeni bir yatırım turunun gerçekleşmesi ve girişim şirketinden çıkış olayının gerçekleşmesi ile birlikte de pay karşılığı bir yatırıma dönüşecektir. Muhasebesel olarak, Uluslararası Muhasebe/Finansal Raporlama Standartları'na (IAS/IFRS) göre birleşik finansal araç olarak tanımlanan paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri, ihraççı şirket bakımından hem bir özkaynak (pay) hem de yabancı kaynak (borçlanma) niteliği taşımaktadır¹²⁹⁷. Değiştirme hakkının kullanılması, şirketin borçlarını azaltırken sermayesini artırmış olmaktadır¹²⁹⁸. Bununla birlikte, değiştirme hakkının kullanılması şirkete nakit sağlamayacak¹²⁹⁹, sadece muhasebesel olarak pasiflerde değişiklik sağlayacaktır¹³⁰⁰.

Yapılan ödemenin borç olduğu dönemde söz konusu meblağa faiz işleyecek ve ödeme için bir tarih belirlenecektir. Bu durumda, dönüştürmeye bağlanmış işlem gerçekleştikten sonra, otomatik dönüşme düzenlenmemişse, şirketin alacaklıyı alacaklarını paya dönüştürmesi veya alacağını alması için davet etmesi gerekir¹³⁰¹. Bununla birlikte uygulamadaki sözleşmelerde, alacağın paya dönüşmesini tetikleyen işlem gerçekleştikten sonra alacağın paya otomatik dönüşümü düzenlenmektedir.

¹²⁹⁴ Bernthal, agm, 803-804.

¹²⁹⁵ Yanlı, V. (2011). *Sermaye Piyasası Hukukunda Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*. Prof. Dr. Belgin Erdoğan'a Armağan, İstanbul: Dem Yayınları, s. 875-894 (Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller), s. 882.

¹²⁹⁶ Parra, Á., & Winter, R. A. (2022). "Early-Stage Venture Financing." *Journal of Corporate Finance*, 77, 102291. s. 4.; Ramsinghani, age, s. 238.; Eckermann, age, 29.; Yanlı, Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller, 883.

¹²⁹⁷ Zaif, F., Torun, S. (2015). "Bileşik Finansal Araçların Muhasebeleştirilmesi IAS-32 Kapsamında Finansal Tablolarda Sunumu". *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 1(1), 43-58. s 45.

¹²⁹⁸ Demir, K. (2020). *Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s 13

¹²⁹⁹ Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, 52.; Demir, age, 13.

¹³⁰⁰ Demir, age, 13.

¹³⁰¹ Stancill, J. M. (2008). *Entrepreneurial Finance For New and Emerging Businesses*. Thomson Learning. s 216.

Paya dönüştürülebilir borçlanma senedi, borcun girişim şirketine ödenmesiyle birlikte girişimci ile yatırımcı arasında, faizin işlediği ancak borcun muaccel olmadığı, girişim şirketinin değerlemesinin yapılmasına gerek olmadığı bir ara dönem yaratmaktadır¹³⁰². Bu sözleşmeyle birlikte, girişimci ile yatırımcı, hem yapılan yatırımın paya dönmesi için hem de girişim şirketinin değerlemesi için bir sonraki yatırım turunu referans almaktadır¹³⁰³. Bir sonraki yatırım ile birlikte yatırımcı, ilgili yatırımdaki şirket değeri üzerinden ve ödediği sermaye kadar girişim şirketine ortak olacaktır. Bu sözleşme türü ile yatırımcı ve girişimci yatırıma ilişkin detayları müzakere etmemekte ve bütün bu müzakere başlıkları bakımından sonraki yatırım turunu esas almaktadır¹³⁰⁴.

Ayrıca, bu nitelikteki borçlanma senetlerinde yatırımcı, bir sonraki yatırım turundaki yatırımcılara kıyasla şirket değerlendirme tavanı, yatırımda indirim gibi daha avantajlı haklar elde edebilmektedir¹³⁰⁵. Hisse devrine göre işlem maliyetinin düşük olması ve taraflara belirli oranda esneklik sağlaması, bu sözleşme türünün yaygınlaşmasının en önemli sebepleri arasında olmuştur¹³⁰⁶. Özellikle, erken aşama yatırımlar bakımından girişim şirketinin değerinin hesaplanmasındaki zorluklar bu kararın ileriye bırakılmasını hem yatırımcı hem de girişimci bakımından avantajlı kılmaktadır¹³⁰⁷.

Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin yatırımcı bakımından sağlamış olduğu bir diğer avantaj ise, girişim şirketinin iflas etmesi durumunda alacağını diğer pay sahiplerinden daha önce alacak olmasıdır¹³⁰⁸. Bu bakımdan, paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri ile kademeli olarak yapılan yatırım, yatırımcıyı

¹³⁰² Bernthal, agm, 804-805.

¹³⁰³ Bazı sözleşmelerde girişim şirketinin değeri için taraflar arasında bir tavan değer tespit edilmekte ve bu değer üzerinden yapılan yatırımlar bakımından paya dönüştürülebilir borçlanma senedi sahibi yatırımcı bakımından ciddi bir avantaj yaratılmaktadır.

¹³⁰⁴ Coyle, J.F. (2014). "Contractual Innovation in Venture Capital." *Hastings Law Journal*. Vol: 66 pp. 133-183. (Contractual Innovation). s 161-162.

¹³⁰⁵ Bernthal, agm, 805.

¹³⁰⁶ Coyle, J. F., & Green, J. M. (2018). "The SAFE, the KISS, and the Note: Survey of Startup Seed Financing Contracts." *Minnesota Law Review Headnotes*, 103(1), 42-66. (Survey of Startup Seed Financing) s 42; Bernthal, agm, 804.; Coyle, Contractual Innovation, 162.

¹³⁰⁷ Coyle, Contractual Innovation, 162.; Karatay, E. (2019). *Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE'lerin (Simple Agreement for Future Equity) Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi*. Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi. s. 10.

¹³⁰⁸ Klonowski, Investment Process, 150.; Pollman, Startup Failure, 8-9.; Türk hukukunda anonim şirketlerin iflası durumunda sıra cetvelinde yer alacak alacakların sırası İİK 206 ve 207. maddelerine göre tayin edilir. Adi ve rehinli alacakların sırası için bkz: Atalı/Ermenek/Erdoğan, age, s 623.

iflas riskine karşı koruma gayesi gütmektedir¹³⁰⁹. Gerçekten paya dönüştürülebilir tahvil alacaklısı, girişim şirketinin alacaklılarından biri olarak şirketin tasfiyesinde pay sahiplerinin önündedir¹³¹⁰. Bununla birlikte bu hukuki avantajın, tasfiyeye giren mal varlığının bu alacakları karşılamasının mümkün olmaması dolayısıyla pratikte bir önemi olmadığı kanaatindeyiz.

Paya dayalı borçlanma senetlerinin girişimcilik ekosisteminde yaygınlaşmasıyla birlikte, işlem maliyetlerinin azaltılması ve standardizasyonun sağlanması maksadıyla tip sözleşmeler hazırlanmaya başlanmıştır. Bu kapsamda SAFE olarak kısaltılan, “Gelecekteki Paya Dayalı Finansman (*Simple Agreement for Future Equity-SAFE-*)” dünyaca ünlü bir hızlandırma programı olan Y Combinator tarafından 2013 yılında yayınlanmıştır¹³¹¹. Sonrasında ise KISS olarak kısaltılan, “*Keep It Simple Agreement*” küresel girişim sermayesi yatırımcısı 500 Global (eski ismi 500 Startups) tarafından 2014 yılında yayınlanmıştır¹³¹². Kısa, kolay ve standart sözleşmelerin yayınlanması ile birlikte bu sözleşmeler yatırım işlemlerinde yaygın olarak kullanılmaya başlanmıştır¹³¹³. Süreç içerisinde bu sözleşme tiplerinin çeşitli versiyonları ortaya çıkmaya başlamıştır. Genel olarak değerlendirildiğinde, SAFE’in KISS’e göre daha girişimci yanlısı olduğunu söylemek mümkündür¹³¹⁴. Son tahlilde, bütün bu standart sözleşmeler, paya dönüştürebilir borçlanma senetlerinin özelleştirilmiş hallerinden oluşmaktadır.

¹³⁰⁹ Bartlett III, R. P. (2006). “Venture Capital, Agency Costs, And The False Dichotomy of the Corporation.” *UCLA Law Review*, 54, 37-115. s. 68.; Gompers, Optimal Investment, 1461.

¹³¹⁰ TTK m. 543/1 uyarınca, Türk hukukunda pay bedellerinin geri ödenmesi şirket alacaklarının ödenmesinden sonra gerçekleşmektedir.

¹³¹¹ <https://www.ycombinator.com/documents#about> (e.t: 01.01.2023)

¹³¹² Kısaca KISS olarak isimlendirilen bu sözleşme, küresel girişim sermayesi yatırımcısı 500 Global (eski ismi 500 Startups) tarafından 2014 yılında yayınlanmıştır. Bkz: <https://500startups.app.box.com/s/8ybx9y3bhk4mte50v7k> (e.t: 01.01.2023)

¹³¹³ Coyle/Green, Survey of Startup Seed Financing, 44. Zeppa, S.L., Kreider, A.S. (2015). “SAFEs and KISSes Poised to Be the Next Generation of Startup Financing.” *The National Law Review*. <https://www.natlawreview.com/article/safes-and-kisses-poised-to-be-next-generation-startup-financing> (e.t.: 01.01.2023)

¹³¹⁴ SAFE temel olarak bir vade tarihi ve faiz oranı belirlememektedir. Bu bakımdan SAFE’in girişimci bakımından daha avantajlı ancak yatırımcı bakımından dezavantajlı olduğunu söyleyebiliriz.

c. Türk hukukunda paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin girişim yatırımları bakımından uygulanabilirliği

Türk hukukunda geçerli olan paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin, işlevsel olarak olmasa da yapısal olarak paya dönüştürülebilir tahvillere benzediğini söyleyebiliriz. TTK m. 504/1; tahvil çeşitlerinin, finansman bonolarının, varlığa dayalı senetlerin ve diğer borçlanma senetlerinin, alma ve değiştirme hakkını haiz senetler ile her çeşit menkul kıymetlerin, aksi kanunlarda öngörülmedikçe, ancak genel kurul kararı ile çıkarılabileceğini düzenlemektedir. TTK m. 504 ise anonim şirketlerin değiştirilebilir tahvil çıkarabileceğini açıkça düzenlemektedir. Şarta bağlı sermaye artırımını düzenleyen TTK m. 463 ise, yeni çıkarılan tahviller veya borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara, esas sözleşmede değiştirme veya alım haklarını kullanmak yoluyla yeni payları edinmek hakkı sağlamak suretiyle, sermayenin şarta bağlı artırılabilceğini düzenlemektedir. Bu çerçevede TTK, tahvil veya benzeri borçlanma araçları ile şirketten alacaklı olanları ve bu alacaklarını paya dönüştürmelerinin hukuki alt yapısını genel hatlarıyla düzenlemektedir.

SPKn m. 18/9 ise doğrudan paya dönüştürülebilir tahvillere atıf yapmış ve kayıtlı sermaye sisteminde bulunan halka açık ortaklıklar tarafından pay ile değiştirilebilir tahvil veya paya dönüştürülebilir bir türev araç çıkarılması hâlinde değiştirme veya dönüştürme sonucunda verilecek paylar ile ortaklığın çıkarılmış sermayesinin toplamının kayıtlı sermayeyi aşamayacağı düzenlenmiştir. SPK tarafından yayımlanan (VII-128.8) Sayılı Borçlanma Araçları Tebliği ile de paya dönüştürülebilir tahvilin tanımı yapılmış ve ihracına ilişkin esaslar düzenlenmiştir.

Borçlanma Araçları Tebliği'nin 3(1) maddesine göre paya dönüştürülebilir tahvil (PDT), *“ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracını”* ifade etmektedir. Bu tanım karşısında PDT'ler, bir borçlanma aracı türü olarak ihraççıyla yatırımcı arasında bir borç-alacak ilişkisi yaratmaktadır¹³¹⁵. PDT'nin normal bir tahvilden veya

¹³¹⁵ Çatakoğlu, B. (2016). *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. s 46.; Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 287.

borçlanma aracından farkı, vade tarihinde anapara ve faizin ödenmesi yerine hak sahibine söz konusu meblağın paya dönüştürülmesine ilişkin bir hak tanıyor olmasıdır¹³¹⁶. Bu durumda, PDT sahibinin vade tarihinde ödemiş olduğu anapara ve faizin ödenmesini veya alacaklarının ihraççı şirket nezdinde paya çevrilmesini talep etmek olmak üzere seçimlik bir hakkı bulunmaktadır.

Yenilik doğurucu bir hak olan¹³¹⁷ değiştirme hakkının kullanılması ile tahvil sahibi, tahvilini şirketin payı ile değiştirme hakkını kazanır¹³¹⁸. Bu hakkın kullanılmasıyla birlikte, tahvil alacaklısının şirketten olan alacak hakkı, şirketin payları ile kendiliğinden (*ipso iure*) takas edilmiş olmaktadır¹³¹⁹. Burada tahvil yatırımcısının, yatırım yaptığı tarihten itibaren hem tahvil ihraççısı olan şirketten bir alacak hakkına sahiptir hem de alacağının mahsubu karşısında pay elde etmeye ilişkin beklentinin sahibidir¹³²⁰. Bu durumda tahvil sahibi, alacağını paya dönüştürmeyle birlikte alacaklı sıfatını kaybeder ve pay sahibi sıfatını kazanır¹³²¹. Bu kapsamda incelendiğinde, özellikle girişim sermayesi yatırımları bakımından yaygın olarak kullanılan paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin, yukarıda kısaca açıklanmış olduğu üzere, Türk hukukundaki paya dönüştürülebilir tahvile şeklen benzediğini söylemek mümkündür.

Bununla birlikte, Türk hukukunda paya dönüştürülebilir tahvil ihracı çok sıkı şekil şartlarına tabidir. Öncelikle, Türk hukuku kapsamında PDT’ler sermaye piyasası mevzuatına tabidir. Bu yönüyle, PDT’ler hem SPKn hem de ikincil mevzuatla yoğun bir şekilde düzenlenen ve hatta SPK’nın kanun koyucu gibi davrandığı bir regülasyon çerçevesinde uygulanmaktadırlar¹³²².

¹³¹⁶ Çatakoğlu, age, 47.

¹³¹⁷ TTK m. 463/1’in gerekçesinde değiştirme hakkının yenilik doğurucu bir hak olduğu vurgulanmıştır.

¹³¹⁸ TTK m. 463/1 Gerekçesi.; Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, 45.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 187.; Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 288.; Çatakoğlu, age, 47; Demir, age, 19.

¹³¹⁹ TTK m. 463/1 Gerekçesi.; Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, 45.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, s. 187.

¹³²⁰ Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, 45.; Kubilay, H. (1986). *Hisse Senetleriyle Değiştirilebilir Tahviller*. Ankara, s.3-4.

¹³²¹ Kaya, Şartlı Sermaye Artırımı, 45.

¹³²² PDT’lere ilişkin SPK düzenlemelerinin eleştirisi için bkz: Ünal, O. K. (1988). “Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller (HDT)-2” *Maliye Postası Dergisi*, 188, 43-45.

Bir anonim şirketin PDT ihraç edebilmesi için öncelikle bir genel kurul veya yönetim kurulu kararı alması gerekmektedir¹³²³. Kararın alınması akabinde gerekli olan belgelerle birlikte SPK'ya başvuru yapılması gerekmektedir. Bu belgeler arasında halka arz edilen PDT'ler bakımından izahname, halka arz edilmeyen veya yurtdışında ihraç edilen PDT'ler bakımından ise ihraç belgesi yer almaktadır¹³²⁴. İzahnamenin veya ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması da PDT ihracı bakımından bir zorunluluk olarak ortaya çıkmaktadır. Borçlanma Araçları Tebliği, yurtiçinde ihraç edilecek olan borçlanma araçlarının MKK nezdinde kayden izleneceğini, yurtdışındaki ihraçların ise detayları ile MKK'ya bildirileceğini düzenlemektedir¹³²⁵. Halka açık olmayan şirketlerde ihraç edilmiş PDT'nin paya dönüştürülmesi, TTK m. 463 vd. maddeleri uyarınca şartı sermaye artırımı yoluyla yapılabilecektir. Bu durumda, PDT ihraç eden şirketin şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hukuki süreci takip etmesi ve gerekli masrafları yapması gerekmektedir.

Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin Türk hukukunda düzenlenmesine ilişkin olarak ayrıca TCMB tarafından yayımlanan Sermaye Hareketleri Genelgesine¹³²⁶ de değinmek gerekir. Sermaye Hareketleri Genelgesi'nin 14. maddesi, Türkiye'de yerleşik kişilerin yurtdışından döviz cinsinden kredi kullanmasını önemli ölçüde sınırlandırmaktadır. Bununla birlikte, Sermaye Hareketleri Genelgesi'nin 6/(12) maddesi yurtdışında kurulu girişim sermayesi fonları ile Türkiye'de yerleşik kişiler arasındaki paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerine ilişkin olarak bir kısım hükümlerin sözleşmede bulunması durumunda, Genelge'nin 14. maddesinin uygulanmayacağını düzenlemektedir. Sözleşmede bulunması gereken hükümler aşağıdaki şekildedir:

- İhraççı şirkete ödenen rakamın transfer tarihinden itibaren azami 12 ay içerisinde sermayeye ekleneceğine ilişkin açık bir hüküm,

¹³²³ TTK m. 504/1.; Borçlanma Araçları Tebliği m. 5.

¹³²⁴ (II-5.1) Sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği m. 5/1 ve 5/2.

¹³²⁵ Borçlanma Araçları Tebliği m. 8.

¹³²⁶ TCMB, Bankacılık ve Finansal Kuruluşlar Genel Müdürlüğü, Kambiyo Mevzuatı Müdürlüğü tarafından yayımlanan Sermaye Hareketleri Genelgesi. 2 Mayıs 2018. <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/d58bd2eb-b966-4765-a0cc-626c507449d8/Sermaye+Hareketleri+Genelgesi.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSP ACE-d58bd2eb-b966-4765-a0cc-626c507449d8-okajNH>. (e.t: 23 Aralık 2023).

- Şirketin infisahı veya tasfiyesi haricinde söz konusu tutarların mutlaka sermayeye ekleneceğine ilişkin bir hüküm,
- Transfer edilen tutarın tamamının sermayeye ekleneceğine ilişkin bir hüküm.

Bu durumda, Türkiye’de kurulu girişim şirketlerinin, yurtdışında kurulu yatırım kuruluşlarından PDT alabilmelerinin de önemli kısıtlamalara tâbi olduğunu ifade etmek gerekir.

Bütün bu işlemler, PDT ihracının pahalı ve yoğun emek gerektiren bir süreç olduğunu göstermektedir. Bu açıklamalarla maksadımız PDT ihracı ve itfasına ilişkin süreci açıklamak değil, PDT ihracının bürokratik ve zor bir süreç olduğunu ortaya koyabilmektir. PDT ihracına ilişkin süreçte; ihraççı şirketlerin çeşitli finans danışmanları, hukuk danışmanları ile çalışmaları, resmi süreçler için göz ardı edilemeyecek masraflara katlanmaları ve ciddi bir mesai ayırmaları gerekmektedir. Bu sebeple Türk sermaye piyasalarında PDT ihracı çok sınırlı kalmıştır¹³²⁷.

Girişimciliğin finansmanı açısından PDT’ler ile uluslararası anlamda yaygın olarak kullanılan paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri (*convertible not*) ve bunların KISS veya SAFE gibi özelleştirilmiş türlerini karşılaştırdığımızda, bunların teorik olarak birbirini karşıladığı ve PDT’lerin girişimciliğin finansmanı bakımından hukuki bir altyapı sağladığını söyleyebiliriz. Bununla birlikte uygulamadaki örnekler, bu önermenin pratik sonuçlarının olmadığını göstermektedir. Bütün dünyada ihtiyaç duyulan ve paya dönüştürülebilir tahvilleri diğer yatırım araçlarına göre daha avantajlı hale getiren temel ihtiyaçlar hız ve ucuzluktur. Başka bir ifadeyle, tüm dünyada paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin bu kadar yaygın ve popüler olmasının başlıca sebebi, pay devrine göre daha hızlı ve daha az masrafla gerçekleştirilmesidir. PDT ise, yukarıda açıkladığımız üzere bu iki avantajı da barındırmamaktadır¹³²⁸. Sermaye piyasası mevzuatına tabi olan PDT ihracı mevcut haliyle bir girişim şirketinden beklenemeyecek kadar pahalı, uzun ve zahmetlidir.

¹³²⁷ Türk sermaye piyasalarındaki ilk PDT ihracı Haziran 2020’de Sasa Polyester Sanayi AŞ’nin gerçekleştirmiş olduğu 200 Milyon avro büyüklüğündeki PDT ihracıdır. Bkz: Öztoprak, C. (2022). Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahvil İhracı. <https://www.tuyid.org/files/makaleler/Sayi-130-Kose-yazisi-CO.pdf> (e.t. 01.-1.2024).

¹³²⁸ Karatay, age, 111.

Bütün bu gerekçelerle, Türk hukukunda PDT'nin girişimcilik sermayesi bakımından bir araç olarak işlev görmediğini¹³²⁹ ve uluslararası muadillerinden çok uzak olduğunu söylemek gerekir.

İlaveten, Türk hukuku kapsamında SPKn mevzuatına tabi olmayan bir paya dönüştürülebilir borçlanma sözleşmesinin mümkün olabileceğini ifade etmek gerekir¹³³⁰. Uygulamada bu yönde hazırlanmış sözleşmelerin bulunduğu bilinmektedir¹³³¹. Böyle bir sözleşme, girişim şirketi veya girişimci üzerinde herhangi bir korporatif etki doğurmayacak ve sözleşmenin ihlali sadece borca aykırılık hükümleri kapsamında tazminat sorumluluğunu ortaya çıkaracaktır. Bu durumda, PDT'ler bakımından yukarıda açıklanmış olan yenilik doğurucu bir haktan değil, sözleşmede yer alan düzenlemeler çerçevesinde taraflara getirilen ifa yükümlülüklerinden söz etmek mümkündür.

Türk hukukunda SPK düzenlemelerine tabi olmayan bir paya dönüştürülebilir borçlanma senedinin çeşitli hukuki tehlikeleri bulunmaktadır. Türk hukuk sisteminde kredi verme işlemleri 5411 sayılı Bankacılık Kanunu çerçevesinde bankalar, 6361 sayılı Finansal Kiralama, Faktoring ve Finansman Şirketleri Kanunu çerçevesinde finansal kuruluşlar, SPKn kapsamında belirli sınırlarla portföy yönetim şirketleri ve yatırım kuruluşları tarafından gerçekleştirilebilmektedir. Devlet, kredi verme imtiyazını yapmış olduğu yasal düzenlemelerle yukarıda sayılan kişilere devretmiş,

¹³²⁹ M. E. Bingöl. (2022). "Girişim Anonim Şirketlerde Başvurulan SAFE ve Vesting Uygulamalarının TTK Bakımından İncelenmesi." *Ticaret Hukuku Genç Akademisyenler Sempozyumu II – Prof. Dr. Tuğrul Ansay Anısına: Anonim Şirketler Hukukunun Gelecek On Yılı*. İstanbul, pp.27-49. s. 32.

¹³³⁰ Karatay, age, 112.

¹³³¹ Akdağ, age, 236.; Hub GSYO AŞ'nin yapmış olduğu bir duyurudan Türkiye'de kurulu bir GSYO'nun Türkiye'de kurulu bir girişim şirketine borçlar hukuku düzenlemelerine tabi bir paya dönüştürülebilir borçlanma senedi ile yatırım yaptığını göstermektedir. Duyuru metni, "Şirketimiz Yönetim Kurulu'nun 14.10.2021 tarihli kararı ve taraflar arasında imzalanan 14.10.2021 tarihli Borç Sermaye Karması Finansman Sözleşmesi kapsamında İştirakimiz Enko Teknoloji Anonim Şirketi'ne ("KolayBi") 18 ay vade ile 228.540 TL tutarında, sermayeye dönüştürülebilir borç verilmesine karar verilmiş olup, söz konusu ödeme 15.10.2021 tarihinde bugün yapılacaktır. Verilen bu borca geri ödeme gününe kadar yıllık TL mevduat faiz oranı ("Faiz Oranı") üzerinden faiz işletilecek olup, vade tarihinden önce KolayBi tarafından yeni yatırım alınması halinde Şirketimiz belli bir iskonto üzerinden ve verilen borç tutarı ile tahakkuk edecek faiz tutarı toplamı karşılığı yeni pay edinme hakkına, KolayBi tarafından yeni yatırım alınmaması halinde ise verilen borç tutarı ile tahakkuk edecek faiz tutarı toplamı karşılığı yeni pay edinme hakkına sahip olacaktır." şeklindedir. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/970959> (e.t. 12.12.2023)

bunların dışındaki kişiler tarafından kredi işlemi yapılmasını yasaklamış¹³³² ve buna aykırılığı yaptırıma tabi tutmuştur.

Bu çerçevede, SPK mevzuatına tabi olmaksızın gerçekleştirilmiş bir paya dönüştürülebilir tahvil sözleşmesinin izinsiz kredi işlemi olarak sayılma riskine ilave olarak TCK m. 241 kapsamında tefecilik suçunu oluşturması riski söz konusudur. TCK m. 241, açık bir şekilde, kazanç elde etmek amacıyla başkasına ödünç para veren kişinin tefecilik suçunu işlediğini düzenlemektedir. Yargıtay kararlarında, TCK'nın yürürlüğe girmesinden sonra, tek seferlik de olsa faizle ödünç para verilmesi tefecilik suçu kapsamında kabul edilmektedir¹³³³. Bu durumda, SPK mevzuatına tabi olmaksızın gerçekleştirilen paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri kapsamında, yatırım maksadıyla da olsa, girişim şirketine faizle verilen borcun tefecilik olarak değerlendirilmesi ve bu kapsamda cezai yaptırımların ortaya çıkması söz konusu olabilecektir.

Bu riskin önlenmesi maksadıyla, uygulamada, paya dönüştürülebilir borçlanma senedi işlemi gerçekleştirilmeden önce, yatırımcıya sembolik olarak nitelendirilebilecek (bir veya birkaç) pay devri yapılmakta ve sonrasında borçlanma işlemleri gerçekleştirilmektedir. Bu işlemle, borç verme işleminin ortak alacağı olarak tasnif edilmesi ve böylece tefecilik suçu kapsamından çıkarılması amaçlanmaktadır. Verilen borcun paya çevrilmesi durumunda ise sermaye artırımının yapılması suretiyle ortağın alacağı şirket sermayesine dönüştürülmektedir.

Girişim şirketinde pay sahibi olan yatırımcının, paya dönüştürülebilir borçlanma senedi ile girişim şirketine borç vermesinde ise örtülü sermayeye ilişkin riskler ortaya çıkmaktadır¹³³⁴. 5520 Sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 12/1

¹³³² Öğredik, G. (2015). "İlişkili Kişilere Faiz Karşılığı Borç Veren Bir Şirket Tefeci Midir?" *Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi*. s. 138.

¹³³³ Tefecilik suçu hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: Özgenç, İ. (2010). "Tefecilik Suçu." *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 14(2), 543-553.; Arslan, Ç. (2014). "Tefecilik Suçu." *Ankara Barosu Dergisi*, 1, 23-48.; Yenidünya, C. (2013). "Tefecilik Suçu (TCK. m. 241)." *Banka ve Finans Hukuku Dergisi*, 2(6), 3-29.; Akkaya, Ç. (2013). *Teori ve Uygulamada Tefecilik Suçu*. Ankara: Adalet Yayınevi.; Çelik, İ. (2018). *Yargıtay Kararları Işığında Tefecilik Suçu*. Seçkin Yayıncılık.

¹³³⁴ Thin Capitalization olarak isimlendirilen bu kavram tüm dünyada yaygınlaşmış ve bu kapsamda vergi kayıp ve kaçaklarının önlenmesi bakımından sadece Türkiye'de değil dünyanın bir çok ülkesinde çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Ayrıntılı bilgi için bkz: Maßbaum, A., & Sureth, C. (2009). "Thin Capitalization Rules and Entrepreneurial Capital Structure Decisions." *Business Research*, 2, 147-169.; Wamser, G. (2014). "The Impact of Thin-Capitalization Rules on External Debt Usage—A

maddesi örtülü sermayeyi ”kurumların, ortaklarından veya ortaklarla ilişkili olan kişilerden doğrudan veya dolaylı olarak temin ederek işletmede kullandıkları borçların, hesap dönemi içinde herhangi bir tarihte kurumun öz sermayesinin üç katını aşan kısmı” olarak tanımlamaktadır. Kurumlar Vergisi Genel Tebliği’nin (Seri No:1)¹³³⁵ 12.1 maddesi uyarınca, işletmede kullanılan borçların örtülü sermaye sayılabilmesi için;

- Doğrudan veya dolaylı olarak ortak veya ortakla ilişkili kişiden temin edilmesi,
- İşletmede kullanılması,
- Bu şekilde kullanılan borcun hesap dönemi içinde herhangi bir tarihte kurumun öz sermayesinin üç katını aşması

gerekmektedir. Bu durumda, yatırımcının paya dayalı borçlanma senedi ile girişim şirketinin öz sermayesinin üç katını aşan kısmı örtülü sermaye olarak kabul edilecektir. Paya dayalı borçlanma senedi kapsamında yapılmış olan ödemenin örtülü sermaye olduğunun tespit edilmesi durumundaysa örtülü sermaye üzerinden ödenen veya hesaplanan faiz, kur farkları ve benzeri giderlerin kanunen kabul edilmeyen gider olarak kabul edilmesi söz konusu olacaktır.

ç. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesindeki işlevi

Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri, paya dönüştürülmesine kadar bir alacak hakkı tanımakta ve bu bakımdan yatırımcıya girişim şirketinin yönetimi bakımından veya girişim şirketi üzerinde korporatif herhangi bir yetki vermemektedir. Bu durum, girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışması bakımından yönetilmesi güç olan bir etki yaratmaktadır. Gerçekten, bu tür borçlanma senetlerinde yatırımcının girişimci ve girişim şirketi üzerindeki etkisi sadece sözleşmede yer alan hükümlerle sınırlandırılmaktadır¹³³⁶.

Propensity Score Matching Approach.” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 76(5), 764-781.; De Mooij, R., & Liu, L. (2021). “At A Cost: The Real Effects of Thin Capitalization Rules.” *Economics Letters*, 200, 109745.

¹³³⁵ 03.04.2007 tarihli ve 26482 Sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

¹³³⁶ Coyle, Contractual Innovation, 163.; Bernhal, age, 808.

Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri bakımından önem arz eden hususların başında, girişim şirketine borcun verildiği ancak henüz paya dönüştürülmediği dönemdeki ilişkiler gelmektedir. Bu dönemde yatırımcı, henüz pay sahibi sıfatını haiz olmadığı için girişim şirketine müdahale etme veya diğer pay sahiplerinin yararlandığı haklardan yararlanma hakkına sahip değildir. Bu dönemi yatırımcının şirketi uzaktan takip ettiği dönem olarak tanımlamak mümkündür. Ara dönem olarak da nitelendirilen bu dönemde girişimci, yaygın bir şekilde girişim şirketi ile ilgili belirli bilgileri periyodik olarak yatırımcıya sunma konusunda sözleşmesel taahhütlerde bulunmaktadır¹³³⁷. Bu bilgi paylaşımı TTK'da¹³³⁸ veya diğer hukuk sistemlerinde yer alan pay sahibinin bilgi alma hakkından¹³³⁹ nitelik olarak farklıdır. Bu bilgi alma hakkının dayanağı herhangi bir kanun veya hukuki düzenleme değil, tamamen tarafların kendi aralarındaki sözleşmesel ilişkidir. Bu bakımından, bu hakkın ihlalinin neticesi de kendisini korporatif düzlemde değil borçlar hukuku düzleminde gösterecektir.

Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri, girişim şirketinin yönetimi ve dolayısıyla girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından bir yol haritası işlevi görmektedir. Taraflar genellikle, paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerine ilişkin sözleşmelerde, ileride kurulacak olan ortaklık ilişkisini detaya girmeden düzenlemektedirler. Bu çerçevede sözleşmenin tarafları, yatırımcının tahvili paya dönüştürmesi durumunda girişim şirketinde hangi haklara sahip olacağını (satın alma opsiyonu, paraya çevirme imtiyazı, sulandırma koruması vb.) bu sözleşme ile düzenlemektedir. Bu sözleşme taraflara, ortaklık

¹³³⁷ Örneğin KISS olarak kısaltılan standart dokümanın 5/2(a) maddesinde girişim şirketinin finansal tablolarının her üç aylık periyotta ve yıl sonunda yatırımcıya raporlanacağı, ticari sır oluşturmaması kaydıyla yatırımcının talep ettiği bilgilerin kendisi ile paylaşılacağı düzenlenmektedir.

¹³³⁸ TTK m. 437.

¹³³⁹ Anonim şirketler hukukunda pay sahibinin bilgi hakkı, pay sahibinin şirket yönetimine katılması ve haklarını kullanması bakımından önemli bir hak olarak görülmektedir. Kaya, M. İ., Yalçın, C. (2023). "Anonim Şirket Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkının Güçlendirilmesine Yönelik Öneriler". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 39/1, 5-32. s. 5.; Pay sahibinin bilgi alma hakkı ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz: Kaya, A. (2001). *Anonim Ortaklıkta Bilgi Alma Hakkı*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.; Karasu, R. (2005). Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na Göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı. *Batider*, C. XXIII, S. 2.; Atalay, O. (2014). Anonim Şirketlerde Bilgi Alma ve İnceleme Haklarının Mahkeme Aracılığıyla Kullanılması. *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 16, Prof. Dr. Hakan Pekcanitez'e Armağan Özel Sayısı, ss. 53-76.; Sümer, B. (2022). *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı*. Ankara: Adalet Yayınevi.

ilişkinin kurulması durumunda sözleşmede düzenlenmiş olan hakları kapsayacak bir pay sahipleri sözleşmesi imzalanması konusunda yükümlülük getirmektedir. Bu yükümlülüğün, şimdiye kadar yapmış olduğumuz açıklamalar çerçevesinde, borçlar hukukundan doğan bir borç olduğunu ve ihlalinin ancak tazminat bakımından sonuç doğurabileceğini tekraren ifade etmek gerekir.

Öğretide bazı çalışmalar, paya dönüştürülebilir borçlanma araçlarının, girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının önlenmesi bakımından işlevsel olduğunu ifade etmektedir¹³⁴⁰. Bu iddia, yatırımcının sadece dönüşüm haklarını kullanması halinde yatırım yapacağı ve girişimcinin de sadece iyi bir performans ve çalışma neticesinde dönüşümü sağlayabileceği şeklindeki bir teşvik önermesine dayanmaktadır¹³⁴¹. Bunun dışında, öğretide menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından en uygun sözleşme tasarımının borç ve sermaye karması olduğu şeklinde görüşler bulunmaktadır¹³⁴².

Bu görüşlerin teoride doğru olmakla beraber pratikle uyumlu olmadığı kanaatindeyiz. Gerçekten teorik olarak borç sermaye karması araçların menfaat çatışmasının yönetilmesinde uygun olduğunu söylemek mümkündür. Bu araçların işleyişi gereği, girişimci almış olduğu borcun sermayeye dönmesi için başarı göstermeli ve söz konusu borcu geri ödememek için yüksek değerlendirme ile bir yatırım almalıdır. Bu durumda borç sermaye karması araçların girişimcinin performansını teşvik ettiğini söylemek mümkündür.

Yatırımcı bakımından ise girişimcinin beklenen başarıyı göstermemesinin neticesi ödemiş olduğu borcun faizi ile birlikte geri alınmasıdır. Teorik durum bu olmakla birlikte, girişimciliğin yüksek riskli potansiyeli dikkate alındığında, girişim şirketinin başarısız olması durumunda ödenen paranın geri alınması neredeyse imkânsızdır. Girişim şirketinin başarısızlığı durumunda yatırımcı ancak sıradan bir alacaklı olarak alacağını tahsil etmeye çalışacaktır. Paraya çevrilebilir herhangi bir

¹³⁴⁰ Schmidt, agm, 1140.

¹³⁴¹ Schmidt, agm, 1140.; Schertler, age, 56.

¹³⁴² Ayrıntılı bilgi için Bkz: Bergemann, D., Hege, U. (1997). “Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning” *Journal of Banking and Finance*, 22,703-735.; Repullo, R., Suarez, J. (1999). “Venture Capital Finance: A Security Design Approach” *CEPR Discussion Paper No. 2097*; Bascha, A., Walz, U. (2002). “Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance”. *Journal of Corporate Finance*, 7, 285–306.

mal varlığı değeri olmayan girişim şirketinden tahsilat gerçekleştirilmesinin çok zor ve hatta imkânsız olduğunu belirtmek gerekir¹³⁴³. Bu durumda, pratik bir bakış açısıyla, borç sermaye karması araçların menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından uygun araçlar olduğunu söylemenin yanlış değilse de eksik olacağı kanaatindeyiz.

C. Girişim Şirketlerinde Kurumsal Yönetim

Bu kısımda, girişim şirketlerinin kurumsal yönetimi ve yatırımcı ile girişimcinin şirketin etkin yönetimi, menfaat çatışmalarının yönetilmesi amacıyla düzenledikleri kurumsal yönetim düzenlemeleri ele alınacaktır.

1. Kurumsal yönetim

Öğretide şirketler hukukunun; (i) şirket yapısının kurulması ve bu yapının devam ettirilmesi için gerekli olan kuralların konulması ile (ii) hâkim hissedarlar, azlık hissedarlar, üst yönetim, alacaklılar gibi şirket paydaşları arasındaki menfaat çatışmasının uzlaştırılması ve etkisinin en aza indirilmesi olmak üzere iki temel işlevinin olduğu ifade edilmektedir¹³⁴⁴. Burada ikinci kısım, ekonomi kurallarının hukuk üzerindeki etkisi sonucu ortaya çıkan¹³⁴⁵ kurumsal yönetimi ifade etmektedir. Kurumsal yönetim, şirketler hukukunun en temel alanlarından biri olarak, girişim sermayesi yatırımlarında girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasını en aza indirmeye matuf olan araçlardan biri olarak karşımıza çıkmaktadır¹³⁴⁶.

Kurumsal yönetimle ilgili olarak ulusal ve uluslararası öğretilerde kabul edilmiş birçok tanım bulunmaktadır. Kurumsal yönetimi çok genel bir çerçevede, şirketlerin yönetim ve denetim sistemi olarak¹³⁴⁷ veya şirketin iki karar alma organı olan

¹³⁴³ Pollman, Startup Failure, s. 7 vd.

¹³⁴⁴ Armour, J., Hansmann, H., & Kraakman, R. (2017). Agency Problems and Legal Strategies. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3d edition, 29-48. s. 29. (Agency Problems). Wirth, G./ Arnold, M./ Morshauser, R. (2010). *Corporate Law in Germany*. Verlag C. H. Beck, München. s. 160.

¹³⁴⁵ Manavgat, Ç. (2008). “Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, C.XXIV(2), 473-498. (Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi).

¹³⁴⁶ Evers, N., Gerschewski, S., Khan, Z., King, T., Kuivalainen, O., & Puthusserry, P. (2023). “Corporate Governance in International New Ventures and Born Global Firms.” *International Small Business Journal*, 41(6), 569-589.; Filatotchev, I., & Wright, M. (2011). “Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises”. *Journal of management studies*, 48(2), 471-486.

¹³⁴⁷ Clarke, T. (2021). *Elements in Corporate Governance*. Cambridge University Press. s. 1.; Cadbury, A.(2002). *Corporate Governance and Chairmanship*. Oxford University Press. s 15.; von

yönetim kurulu ile genel kurul arasındaki düzen¹³⁴⁸ veya anonim şirketin iyi ve adil yönetim anlayışı¹³⁴⁹ olarak tanımlamak mümkündür. Daha kapsayıcı bir şekilde kurumsal yönetim, bir organizasyonda yetkinin ve gücün paydaşlar arasında dağılımına ilişkin yapılar, süreçler ve kurumlar olarak tanımlanabilecektir¹³⁵⁰. Girişim şirketleri bakımından kurumsal yönetim¹³⁵¹, pay sahipleri (yatırımcılar ve girişimcileri kapsayacak şekilde), yönetim kurulu ve yöneticiler arasındaki yetki ve sorumluluk paylaşımı ile şirketin yönetimini düzenleyen sistem olarak tanımlanabilecektir.

Bütün bu tanımların ortak noktasında; şirketlerin yönetim yapısı, şirketlerde bulunan menfaat çatışmalarının etkisinin en aza indirilmesi ve paydaşlar arasındaki ilişkiler yer almaktadır. Kurumsal yönetim ile yaratılmaya çalışılan menfaat ise, pay sahipleri bakımından değer yaratma, kurumsal etkililik, kârlılık ve şeffaflık olarak ortaya çıkmaktadır¹³⁵². Bu bağlamda, girişim şirketleri tarafından benimsenecek olan kurumsal yönetim prensipleri, bu şirketlerin sermayeye erişimine¹³⁵³, olası halka arzına, büyümesine ve yenilikçiliğine¹³⁵⁴, finansal performansına¹³⁵⁵ ve

Werder, A. (2011). "Corporate Governance and Stakeholder Opportunism." *Organization Science*, 22(5), 1345 - 1358.

¹³⁴⁸ Wild, C., Weinstein, S. (2016). *Smith & Keenan's Company Law*. Pearson. s. 76.

¹³⁴⁹ Manavgat, Halka Arz, 149.

¹³⁵⁰ Davis, G.F. (2005). "New Directions in Corporate Governance". *Annual Review of Sociology*, 31, 143-162, s. 148.

¹³⁵¹ Öğretide kurumsal yönetim pay sahipleri, yöneticiler gibi direkt menfaat sahiplerini kapsayan dar kapsamlı kurumsal yönetim ile tedarikçiler, çalışanlar ve toplum gibi endirekt menfaat sahiplerini de kapsayan geniş kapsamlı kurumsal yönetim olarak ikiye ayrılmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz: Mastrodascio, M. (2021). *Corporate Governance Models: A Critical Assessment*. Routledge. s. 10-13.

¹³⁵² Mäntysaari, P. (2005). *Comparative Corporate Governance: Shareholders as a Rule-Maker*. Springer Science & Business Media. s. 1.

¹³⁵³ Detaylı bilgi için bkz: Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). "Corporate Governance in Emerging Markets: a Survey." *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.; Vanacker, T., Heughebaert, A., & Manigart, S. (2014). "Institutional Frameworks, Venture Capital and the Financing of European New Technology-Based Firms." *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 199-215.; Aaboen, L., Lindelöf, P., Von Koch, C., & Löfsten, H. (2006). "Corporate Governance and Performance of Small High-Tech Firms in Sweden" *Technovation*, 26(8), 955-968.

¹³⁵⁴ Detaylı bilgi için bkz: Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (2013). "Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda for Future Research" *Review of Financial Studies*, 27(1), 1-19.; Ahn, M. J. (2014). "Enhancing Corporate Governance in Highgrowth Entrepreneurial Firms" *International Journal of Innovation and Technology Management*, 11(6).

¹³⁵⁵ Detaylı bilgi için bkz: Farag, H., Mallin, C., & Ow-Yong, K. (2014). "Governance, Ownership Structure, and Performance of Entrepreneurial IPOs in AIM Companies." *Corporate Governance: An International Review*, 22(2), 100-115.

kurumsallaşmasına önemli katkılar sağlayacaktır¹³⁵⁶. Girişim şirketlerinin toplum bakımından önemi nazara alındığında, bu katkılarının milli ekonomi ve toplumsal olarak önemi ortaya çıkmaktadır.

2. Sözleşmesel kurumsal yönetim

Kurumsal yönetim bakımından halka açık şirketlerle kapalı şirketler arasında önemli farklılıklar söz konusudur. Özellikle Anglosakson sistemlerindeki halka açık şirketlerde¹³⁵⁷, bu şirketlerin doğası gereği, yetkisi olmayan pay sahipleri ve kendi kendilerine karar alma yetkisi olan ancak pay sahibi olmayan yönetim söz konusudur¹³⁵⁸. Halka açık şirket bakımından söz konusu olan kurumsal yönetim yapısı ülkeye ve kültüre göre değişkenlik göstermekte iken, hemen hemen bütün hukuk sistemlerinde, emredici hükümlere uyulması şartıyla pay sahiplerinin şirketin kurumsal yapısını istedikleri şekilde ve kendi ihtiyaçlarına göre organize edebilecekleri kabul edilmektedir¹³⁵⁹. Bu bakımdan girişim şirketlerinde kurumsal yönetim ile herhangi bir kurumsal yönetim mevzuatı kapsamında yasa hükmüne dayanan kurumsal yönetim ilkeleri¹³⁶⁰ veya yasa hükmüne dayanmayan ve mevzuatla düzenlenmemiş kurumsal yönetim ilkeleri¹³⁶¹ değil, tarafların tabi olunan mevzuata ilave ve sözleşmesel olarak belirledikleri şirket yönetim yapısı ifade edilmektedir.

Şirketin kurumsal yönetim yapısının belirlendiği sözleşme, yukarıda açıklandığı üzere, pay sahipleri sözleşmesi olabileceği gibi tarafların benzer düzenlemeleri yapabilecekleri pay devir sözleşmesi, iştirak sözleşmesi, paya

¹³⁵⁶ Tan, W. L., & Tan, T. M. (2004). "The Impact of Corporate Governance on Value Creation in Entrepreneurial Firms." *Rencontres de St-Gall*, Appenzell. s.5.

¹³⁵⁷ Kıta Avrupası'nda ve Türkiye'deki halka açık şirketlerin önemli bir bölümünde hâkim hissedar bulunmaktadır ve dolayısıyla yöneticilerle pay sahipleri arasındaki menfaat çatışması çok nadirdir. Ayrıntılı bilgi için bkz: Manavgat, Kurumsal Yönetim, 148-155.; Çevik, Y. E. (2022). "Borsa İstanbul'da Mülkiyet ve Kontrol Yapıları" *Maliye Dergisi*, 183:97-113.; Yılgör, A. G., Yücel, E. (2012). "İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar" *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, Cilt 8, Sayı 16, 41-58.; Demirağ, I. ve Serter, M. (2003), "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", *Corporate Governance: An International Review*, 11(1), 40-51.

¹³⁵⁸ Fan, J. S. (2022). The Landscape of Startup Corporate Governance in the Founder-Friendly Era. *New York University Journal of Law and Business*, 18(2), 317-389.

¹³⁵⁹ Bloomfield, S. (2021). *Absolute Essentials of Corporate Governance*. Routledge. s.3.; Braut Filipović, M. (2022). "How can Shareholders' Agreements Shape Corporate Governance and Directors' Liability?" *InterEULawEast: journal for the international and european law, economics and market integrations*, 9(2), 193-222.

¹³⁶⁰ Manavgat, Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi, 475-481.

¹³⁶¹ Manavgat, Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi, 481-485.

dönüştürülebilir tahvil sözleşmesi gibi farklı sözleşmeler de olabilecektir¹³⁶². Burada önemli olan, girişimci ile yatırımcının girişim şirketinin yönetimine ve kendi aralarındaki ilişkiyle ilgili sözleşmelerle, kurumsal yönetim düzenlemeleri gerçekleştirmeleridir. Bu bakımdan, hangi isim altında olursa olsun, girişimci ile yatırımcı arasındaki herhangi bir sözleşmede girişim şirketinin ve menfaat çatışmalarının yönetimine ilişkin yapılan düzenlemeleri sözleşmesel kurumsal yönetim düzenlemeleri olarak nitelendirmek mümkündür.

Bununla birlikte, bu sözleşmeler içerisinde en yaygın olanının pay sahipleri sözleşmesi olduğunu da ifade etmek gerekir. Bir uygulama olarak pay sahipleri, şirketin yönetimine ilişkin yönetim kurulunda kimlerin bulunacağı, yönetim kurulunun yetkileri, yönetim kurulunda karar alma nisapları, genel kurulda karar alma nisapları gibi düzenlemeleri pay sahipleri sözleşmeleri ile kararlaştırırlar¹³⁶³.

Girişim şirketlerinde kurumsal yönetimin sözleşmesel düzenlemeler ile sağlanması yatırım işlemleri bakımından esneklik, etkililik, hız gibi avantajlar yaratmaktadır. Bu düzenlemeler, kurumsal yönetim bakımından yenilikçiliğin (*inovasyon*) önünü açmaktadır¹³⁶⁴. Türk hukukunda, TTK m. 340 dikkate alındığında bir kısım düzenlemeler bakımından bu sözleşme tipleri bir zaruret olarak da ortaya çıkmaktadır. TTK m. 340'un tarafları sınırlayıcı etkisi dikkate alındığında, şirket ortaklarının bir kısım kurumsal yönetim düzenlemeleri için yegane alternatifi sözleşmesel mekanizmalar olmaktadır.

Bütün bu avantajlarına ilave olarak, kurumsal yönetime ilişkin sözleşmeler ile yapılan düzenlemelerin olumsuz yönlerinden de bahsetmek gerekir. Öncelikli olarak şirket kurumsal düzenlemeleri için esas sözleşme yerine bu tür sözleşmelerin düzenlenmesi şeffaflık, öngörülebilirlik ve standardizasyon gibi hukuki değerlere zarar vermektedir¹³⁶⁵. Bu tür sözleşmelerin tescil ve ilan edilmiyor olması, bunları

¹³⁶² Fisch, J. E. (2022). *Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering*. ECGI Working Paper Series in Law, Law Working Paper N° 538/2020. s. 916, dn.8.

¹³⁶³ Okutan Nilsson, Pay Sahipleri Sözleşmeleri, s. 130-155. Esin, Birleşme ve Devralmalar, 314-320.; Ayoğlu, Şirketler Hukuku Uyuşmazlıkları, 207-208.; Reece/Ryan, age, 4.; Rauterberg, agm, 1126.; Wells, H. (2008). "The Rise of the Close Corporation and the Making of Corporation Law." *Berkeley Bus. LJ*, 5, ss. 263-316, s. 298.; Fisch, agm, 927.

¹³⁶⁴ Smith, D. G., Wright, M., & Hintze, M. K. (2011). Private Ordering with Shareholder Bylaws. *Fordham Law Rev.*, 80, ss. 125-188, s.174

¹³⁶⁵ Fisch, agm, 916.

belirli pay gruplarının ticari gizli verisi haline getirmekte ve böylece şirketler hukuku prensipleri ile çatışmalar yaratmaktadır. İlaven bu nitelikteki sözleşmeler, pay sahipleri arasında eşitsizlik yaratma potansiyeli taşımaktadır¹³⁶⁶.

Kurumsal yönetime ilişkin sözleşmesel düzenlemeler bakımından üzerinde durulması gereken önemli bir diğer husus, bu sözleşmesel düzenlemelerin şirket üzerindeki etkisidir. Bu tür sözleşmesel düzenlemeler öncelikle, hukuk sisteminin emredici hükümlerine uygun olmak ve bunlarla çelişmemek zorundadır. TTK'nın emredici nitelikteki hükümlerine aykırı olan düzenlemeler batıl olacak ve şirket üzerinde herhangi bir etki doğurmayacaktır. Örneğin, anonim şirketlerde yönetim kurulunun devredilemez¹³⁶⁷ ve vazgeçilemez¹³⁶⁸ nitelikteki görev ve yetkilerine ilişkin bir sözleşmesel düzenleme veya anonim şirket yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunu kaldırmaya yönelik sözleşme hükümleri geçersiz olacaktır¹³⁶⁹.

Kanunun emredici hükümlerine aykırı olmayan bir sözleşmesel düzenleme bakımından ise bu düzenlemenin şirket esas sözleşmesine aktarılmasının mümkün olup olmadığı gündeme gelecektir¹³⁷⁰. Sözleşme ile getirilen düzenlemelerin esas sözleşmeye aktarılması mümkünse bu düzenlemeler korporatif etki doğuracak, mümkün değilse borçlar hukukuna tabi bir sözleşme olarak sonuç doğuracaktır¹³⁷¹. Bu çerçevede, çalışmamızda kapalı şirketler bakımından söz konusu olan ve aslında sözleşmesel düzenleme olarak değerlendirilebilecek olan kurumsal yönetim yapısı incelenecektir.

3. Türk hukukunda kurumsal yönetime ilişkin kanuni düzenin menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından yeterliliği

Bu kısımda amacımız anonim şirketin yönetimine ilişkin olarak Türk hukukunda geçerli olan düzenlemeleri detaylı olarak açıklamak değil, Türk hukuk

¹³⁶⁶ Fisch, agm, 916.

¹³⁶⁷ Doğan, B. F. (2012). Yönetim Kurulunun Devredilemez Yetkileri ve Yönetim Yetkisinin Devri. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*. 18(2), s. 609.

¹³⁶⁸ Kırca/Şehriali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 539.; Üçışık, G., Çelik, A. (2013). *Anonim Ortaklıklar Hukuku I. Cilt*. (1. Baskı). Ankara: Adalet Yayınevi, 475. (Anonim Ortaklıklar I).

¹³⁶⁹ Filipovic, agm, 209.; Roth, M. (2013). Shareholders' Agreements in Listed Companies: Germany. *Available at SSRN 2234348*. s. 8.

¹³⁷⁰ Bu konuda ayrıntılı bilgi için Bkz: Üçüncü Bölüm, III.B.2.d, s. 282-285.

¹³⁷¹ Bu konuda ayrıntılı bilgi için Bkz: Üçüncü Bölüm, III.B.2.c. s. 277-280.

sisteminde anonim şirketlerin yönetimi bakımından geçerli olan kuralların menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından analizini yapmaktır.

Anonim şirketlerin yönetim kurulu ve genel kurul olmak üzere iki adet zorunlu organı bulunmaktadır. eTTK döneminde bir organ olarak düzenlenmiş olan denetim kurulu, TTK ile organ olarak düzenlenmemiştir¹³⁷². Bu bakımdan anonim şirket yönetimin genel kurul ile yönetim kurulu arasındaki bir yetki dağılımı çerçevesinde gerçekleştiğini söylemek mümkündür. Anonim şirket genel kurulu, şirket yönetimi bakımından sınırlı yetkilere sahip olan geçici nitelikte bir organdır. Anonim şirketler bakımından şirket genel kurulu ile yönetim kurulu arasında bir hiyerarşik ilişkiden bahsetmek mümkün değildir¹³⁷³. Her iki organ da kanuni olarak tanınmış olan yetkiler çerçevesinde faaliyette bulunan ve birbirlerine eşit olarak kabul edilen organlardır¹³⁷⁴. Bu iki organ, aralarında hiyerarşik bir ilişki bulunmayan ve şirket yönetimi ile ilgili olarak kanunen kendilerine tevdi edilen görevleri yerine getiren organlar olarak, ayrı ayrı, değerlendirilmelidir.

a. Türk hukukunda genel kurul düzenlemelerinin menfaat çatışmaları bakımından incelenmesi

Genel kurul, sadece belirli dönemlerde belirli konularda karar alan geçici nitelikte bir organdır. Bununla birlikte, pay sahiplerinin haklarını kullanabilecekleri forum genel kuruldur¹³⁷⁵ ve şirketin yönetimi bakımından genel kurulun sahip

¹³⁷² Köksal, A. (2010). “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının 397 ila 406. Maddeleri Arasında Düzenlenen Denetçinin Anonim Ortaklığın Bir Organı Olup Olmadığı Sorunu” *Prof. Dr. Fırat Öztan’a Armağan*, C I. Ankara. s 1387.; Özkorkut, K. (2013). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim*. (1. Baskı). Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü. 36.; Kırca/Şehriali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 391.

¹³⁷³ Öğretide genel kurulun şirketin en üst düzey yönetim organı olarak bütün yetkilerin sahibi olduğunu ifade eden tek güç teorisi, yönetim kurulunun şirkete yön veren asli organ olduğunu ifade eden şeflik teorisi gibi teoriler bulunmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz: Doğan, B.F. (2011). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Organizasyonu ve Yönetim Yetkisinin Devri*. (2. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık, s. 15.; İmregün, Anonim Ortaklıklar, 99-100.; Kırca/Şehriali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, 395. Bununla birlikte, TTK m. 408’in “genel kurul, karar verme yetkisini kanundan ve kanun hükümleri çerçevesinde esas sözleşmeden alır. Esas sözleşme, anonim şirketin organsal yetki sistemini kuran yapısına ve organlar arasındaki kanuni işlev dağılımına aykırı bir şekilde genel kurulu yetkilendiremez; yönetim kurulu kendisine kanunla bırakılan, devredilemez yetkileri genel kurula nakledemez, onun onayına bağlayamaz. Genel kurul da diğer organlara ait devredilemez yetkileri kendisine çekemez. Yönetim kurulu da genel kurulun yetkilerini yüklenemez.” Şeklindeki gerekçesi de dikkate alınarak Türk Hukukunda eşitlik teorisinin hâkim olduğunu söylemek mümkündür.

¹³⁷⁴ Doğan, age, 16.; Tekinalp, Yeni Hukuk, s 183.

¹³⁷⁵ TTK m. 407/1.

olduğu çok önemli yetkiler ve görevler bulunmaktadır. Kısaca ifade etmek gerekirse; yönetim kurulu üyelerinin atanması ve görevden alınması¹³⁷⁶, esas sermaye sisteminde sermayenin azaltılması ve artırılması da dâhil olmak üzere esas sözleşmenin değiştirilmesi¹³⁷⁷, bağımsız denetçinin seçimi ve görevden alınması¹³⁷⁸, finansal tablolara, yönetim kurulunun yıllık raporuna, yıllık kâr üzerinde tasarrufa, kâr payları ile kazanç paylarının belirlenmesi, yedek akçenin sermayeye veya dağıtılacak kâra katılması dâhil kullanılmasına dair kararların alınması¹³⁷⁹, şirketin feshine ilişkin karar alınması¹³⁸⁰, önemli miktarda şirket varlığının toptan satışı¹³⁸¹ genel kurulun devredilemez görev ve yetkileri arasındadır. Bu bakımdan genel kurul en geniş yetkilerle donatılmış olan ve şirket bakımından çok önem taşıyan konularda karar alma yetkisi olan bir organ olarak nitelendirmek mümkündür¹³⁸².

Genel kurul, olağan veya olağanüstü toplantılar yoluyla kararlar alır. Genel kurullar, kanunda veya esas sözleşmede aksi öngörülmedikçe, sermayenin dörtte biri ile toplanır ve toplantıda hazır bulunanların çoğunluğu ile karar alır¹³⁸³. Bu nisaplar bir kısım genel kurullar bakımından TTK tarafından ağırlaştırılmıştır. Esas sözleşme değişikliği için şirket sermayesinin yarısının toplantıda hazır bulunması ve toplantıda hazır bulunanların çoğunluğunun olumlu oy kullanması gerekmektedir¹³⁸⁴. Şirketin işletme konusunun tamamen değiştirilmesi, imtiyazlı pay oluşturulması ve nama yazılı paylarının devrinin sınırlandırılması için ise sermayenin yüzde yetmiş beşinin olumlu oyuna ihtiyaç bulunmaktadır¹³⁸⁵. Benzer şekilde pay sahibinin rüçhan hakkının sınırlandırılması veya kaldırılması için sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu gerekmektedir¹³⁸⁶. Bilanço zararlarının kapatılması için yükümlülük ve ikincil

¹³⁷⁶ TTK m. 359/1 uyarınca yönetim kurulu üyeleri kuruluşta esas sözleşme ile sonrasında ise genel kurul kararı ile atanmaktadır. TTK m. 408/2(b) uyarınca yönetim kurulu üyelerinin seçimi, süreleri, ücretleri ile huzur hakkı, ikramiye ve prim gibi haklarının belirlenmesi, ibraları hakkında karar verilmesi ve görevden alınması genel kurulun devredilemez yetki ve görevleri arasındadır.

¹³⁷⁷ TTK m. 408/2 (a).

¹³⁷⁸ TTK m. 408/2 (c).

¹³⁷⁹ TTK m. 408/2 (d).

¹³⁸⁰ TTK m. 408/2 (e).

¹³⁸¹ TTK m. 408/2 (f).

¹³⁸² Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar I, s 529.; Davies/Worthington/Micheler, Modern Company Law, 435.; Pulaşlı, Şerh II, 865.

¹³⁸³ TTK m. 418/1 ve TTK m. 418/2.

¹³⁸⁴ TTK m. 421/1.

¹³⁸⁵ TTK m. 421/3.

¹³⁸⁶ TTK m. 461/2.

yükümlülük koyan kararların, şirket merkezinin yurtdışına taşınmasına ilişkin kararların alınabilmesi için ise sermayenin yüzde yüzünün olumlu oyuna ihtiyaç bulunmaktadır¹³⁸⁷.

Görüldüğü üzere Türk hukukunda genel kurul kararları bakımından çoğunluk ilkesi geçerlidir¹³⁸⁸. Çoğunluk ilkesi gereğince, bir anonim şirkette çoğunluk paylara sahip olan bir pay sahibi yukarıda sayılmış olan bütün kararları alabilecektir. Çoğunluk şirket sermayesinin yarısının bir fazlası olabileceği gibi, dağılmış pay sahipliği yapısına sahip olan bir şirkette sermayenin yüzde onu veya yirmisi de olabilecektir.

Bu bakımdan, TTK'nın genel kurul kararlarına ilişkin mevcut sistematüğın, yatırımcı ile girişimci arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından yeterli mekanizmaları kurmuş olduğundan bahsetmek mümkün değildir. Yukarıda¹³⁸⁹ detaylı olarak açıklandığı üzere, girişim şirketlerine yapılan bir yatırımda hem yatay yani azlık pay sahipleri ile çoğunluk pay sahipleri arasında hem de dikey yani yönetim kurulu ile pay sahipleri arasında menfaat çatışmaları bulunur. Herhangi bir sözleşmesel kurumsal yönetim düzenlemesinin yapılmaması durumunda genel kurul kararları bakımından bu menfaat çatışmalarının yönetilmesinin mümkün olmadığını ve girişimcinin yatırımcı aleyhine teşvik mekanizmalarını kullanacağını ifade etmek gerekir.

b. TTK'da yer alan yönetim kurulu düzenlemelerinin menfaat çatışmaları açısından incelenmesi

Yönetim kurulu, anonim şirketlerin yönetilmesi ve üçüncü kişilere karşı temsil edilmesi için yetkili ve görevli olan, daimî nitelikteki şirket organını ifade etmektedir¹³⁹⁰. Bu bakımdan yönetim kurulu, anonim şirketi yöneten ve temsil eden, asli nitelikte bir organdır¹³⁹¹. Yönetim kurulu, TTK ile düzenlenmiş olan

¹³⁸⁷ TTK m. 421/2.

¹³⁸⁸ Şirketler hukuku demokrasisi hakkında Bkz: Üçüncü Bölüm, I.B.2. s. 219-222.

¹³⁸⁹ Üçüncü Bölüm, II.C.3.b. s. 247-249.

¹³⁹⁰ İmregün, Anonim Ortaklıklar, 191; Üçışık/Çelik, Anonim Ortaklıklar I, 375.; Karahan, S. (Editör). (2015). *Şirketler Hukuku* (2. Baskı). Konya: Mimoza Yayınları. s. 389.; Günay, age, 23-24.

¹³⁹¹ Yönetim kurulunun anonim şirket bakımından önemi üzerinde durulurken anonim şirket ile yönetim kurulu arasındaki hukuki ilişkinin niteliğine de kısaca değinmek gerekir. Türk hukukunda hâkim olan görüş, yönetim kurulu ile şirket arasında bir vekâlet ilişkisinin bulunduğu yönündedir. Bu konuda bkz: Ansay, age, 104.; İmregün, Anonim Ortaklıklar, 202.; Karaage, 71-110; Arslanlı,

devredilemez ve vazgeçilemez nitelikte yetki ve görevleri saklı kalmak üzere, kanun ve esas sözleşme uyarınca genel kurulun yetkisine bırakılmış olanlar dışında, şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan her çeşit iş ve işlemler hakkında karar almaya yetkilidir¹³⁹².

aa. Yönetim kurulunun özellikleri

Yönetim Kurulu, kuruluşta esas sözleşme ile kuruluşun sonra da genel kurul kararları ile¹³⁹³ atanır. Yönetim kurulu üyelerinin atanmasına ilişkin genel kurul kararı bakımından TTK'da ağırlaştırılmış bir nisap düzenlenmemiştir. Buna göre, genel kurulun TTK m. 418/1 kapsamında sermayenin dörtte biri ile toplanması ve katılanların çoğunluğuyla yönetim kurulu üyelerini ataması mümkündür.

Bu kanuni düzenleme, azlığın anonim şirket üzerindeki haklarının kısıtlanması ve hakim ortak(lar) bakımından mutlak bir yönetim hakkı tanınması sonucunu doğurmaktadır. Azlık bakımından menfaat çatışmasının etkisini artıran bu durum karşısında, kuruluşta veya sonradan yapılacak esas sözleşme değişiklikleri ile yönetim kurulu atamaları bakımından geçerli olan nisapların, girişim şirketleri bakımından yatırımcıyı koruyacak şekilde artırılması mümkündür¹³⁹⁴. Örneğin, yatırımcının şirketin %30'una sahip olması durumunda yönetim kurulu atamalarına ilişkin genel kurul karar nisabının %75'e çıkarılması, yatırımcıya yönetim kurulu üye ataması bakımından veto hakkı tanıyacaktır.

Yönetim kurulu üye atamalarında yatırımcının korunması bakımından önem arz eden bir diğer müessese ise, TTK m. 360'ta düzenlenmiş olan belirli grupların yönetim kurulunda temsil edilmesidir. İlgili düzenleme çerçevesinde, esas sözleşmede yer verilmesi kaydıyla, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme

Anonim Şirketler II, s. 99.; Yargıtay'ın da görüşü bu yöndedir. Bkz: Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 24 Kasım 1982 tarih, 1981/4751 E. ve 1981/5019 K. sayılı Kararı. Bu konu hakkında detaylı açıklama için bkz: Pulaşlı, Şerh II, 1213-1222.

¹³⁹² TTK m. 374.

¹³⁹³ Kooptasyon ile yönetim kurulu üyesinin atanmasına ilişkin TTK m. 363 hükmü saklıdır.

¹³⁹⁴ TTK m. 418/1'de yer alan düzenleme genel kurul toplantı ve karar nisaplarının ağırlaştırılabileceğini açık bir şekilde düzenlemektedir. Aynı yönde; Kırca/Şehriali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 415.; Pulaşlı, yönetim kurulu üyelerinin seçimine ilişkin genel kurul karar nisabının ağırlaştırılmasını, yönetim kurulunun vazgeçilmezliği ve gerekliliği açısından mümkün olmadığı görüşündedir. Pulaşlı, Şerh II, 1266.

hakkı tanınması mümkündür. Esas sözleşmede yönetim kurulu üyesinin anılan pay sahiplerinden biri olarak seçileceğinin düzenlenmesine izin verildiği gibi, bu pay gruplarına yönetim kuruluna aday önerme hakkı da tanınabilecektir¹³⁹⁵. Netice olarak, girişim şirketine yatırım yapan girişim sermayesi yatırımcısının, şirket esas sözleşmesinde yapılacak bir düzenleme ile, yönetim kurulunda temsil edilme bakımından bir imtiyaz kazanması söz konusu olabilecektir.

Anonim şirketlerde yönetim kurulu üyeleri bakımından, girişim şirketlerindeki önemi dolayısıyla, inançlı yönetim kurulu üyeliğine de kısaca değinmek gerekir. Bir pay sahibinin, ortağı olduğu şirketin yönetim kurulunda görevlendirdiği üye ile ilgili pay sahibi arasında, vekâlet ilişkisi kapsamında bir inançlı yönetim kurulu üyeliği söz konusu olur¹³⁹⁶. İnançlı yönetim kurulu üyesi bakımından kendisini atayan pay sahibinin talimatlarına uygun hareket etme, pay sahibi bakımından ise yönetim kurulu üyesinin görevi dolayısıyla ortaya çıkacak olan zararlarını giderme yükümlülüğü söz konusu olmaktadır¹³⁹⁷. Bu bakımdan, bir tüzel kişi, pay sahibi olduğu şirketin yönetim kuruluna bizzat üye olabileceği gibi inanç ilişkisi içerisinde olduğu üçüncü bir gerçek kişiyi de üye olarak gösterebilecektir¹³⁹⁸.

Türk hukukunda yönetim kurulu üye sayısı bakımından herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır, üye sayısının esas sözleşmede serbestçe belirlenmesi mümkündür. Yönetim kurulu üye sayısının esas sözleşmede gösterilmesi gerekir¹³⁹⁹. Esas sözleşmede sabit bir üye sayısı gösterilebileceği gibi üyeler bakımından en fazla üç üye gibi bir aralık gösterilmesi de mümkündür¹⁴⁰⁰. Uygulamada üye sayısı genellikle

¹³⁹⁵ Belirli grupların anonim şirket yönetim kurulunda temsiline ilişkin detaylı bilgi için bkz: Çamoğlu, Belirli Grupların Temsili, s. 3.; Karasu, R. (2016). “Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı”. *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 2(1) (Temsil Edilme İmtiyazı); Baltalı, C. (2019). *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.; Oğuz, E. (2019). *Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

¹³⁹⁶ Pulaşlı, Şerh II, 1288.; Korkut, Ö. (2007). *Anonim Şirketlerde İnançlı Yönetim Kurulu Üyeliği*. Ankara: Adalet Yayınevi. s. 5-6

¹³⁹⁷ Pulaşlı, Şerh II, 1288.

¹³⁹⁸ Türk hukukunda inançlı yönetim kurulu üyeliğine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz: Pulaşlı, Şerh II, 1288-1296.; Yanlı, V. (1998). “İnançlı Yönetim Kurulu Üyeleri ve Konzernlerdeki Durumu” *Prof. Dr. Oğuz İmregün’e Armağan*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, s.654; Korkut, age.

¹³⁹⁹ Akdağ-Güney, N. (2012). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu*. (1. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık. s. 13.

¹⁴⁰⁰ Kırca/Şehriali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 400.; Pulaşlı, Şerh II, 1223.

3-5 gibi tek sayılardan oluşturulsa da çift sayıdan oluşturulmasının önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır¹⁴⁰¹.

Kanunda ve esas sözleşmede belirtilen nitelikteki kişilerin üye olarak seçilmesiyle birlikte yönetim kurulu organ niteliğini kazanacaktır¹⁴⁰². TTK, yönetim kurulu üyeleri bakımından tam ehliyetli olmaları dışında herhangi bir nitelik belirlemesi yapmamıştır. Bununla birlikte, esas sözleşme ile yönetim kurulu üyelerine ilişkin olarak nitelik belirlemelerinin yapıp yapılamayacağına ilişkin olarak bizim de katıldığımız görüş, TTK m. 363/2’de yönetim kurulu üyelerinden birinin esas sözleşmede öngörülen nitelikleri kaybetmesinin üyeliğin boşalması hallerinden biri olarak düzenlenmesi karşısında, esas sözleşmeye bu konuda hüküm konulmasının mümkün olduğu yönündedir¹⁴⁰³. Bu durumda, yatırımcı veya girişimci tarafından girişim şirketinin yönetim kuruluna atanacak olan üyelerin sahip olması gereken niteliklerin çeşitli sözleşmelerle belirlenmesi ve bu belirlemenin esas sözleşmeye aktarılması mümkün olmalıdır.

Sonuç olarak, TTK’da yer alan düzenleyici hükümlerin, girişim şirketlerindeki menfaat çatışmasını yönetme bakımından yeterli olmadığı ancak TTK’nın bu menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından uygun bir sistemin kurulmasına müsaade ettiğini belirtmek gerekir.

bb. Yönetim kurulunun yapısı ve organizasyonu

Türk hukukunda yönetim kurulu organizasyon yapıları¹⁴⁰⁴ bakımından tekli (monist) model benimsemiştir¹⁴⁰⁵. Başka bir ifade ile Türk hukukunda yönetim

¹⁴⁰¹ Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I, s 363.

¹⁴⁰² Akdağ-Güney, Yönetim Kurulu, 19; İzmirli, Y. (2001). *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Organ Niteliğini Kaybetmesi ve Bunun Sonuçları*. (1. Baskı). İstanbul: Nobel Akademik Yayıncılık, 43.

¹⁴⁰³ Bahtiyar, Ortaklıklar Hukuku, 203.; Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I, s 397.; Karasu, Emredici Hükümler, 149-150.; Akdağ Güney, Yönetim Kurulu, 25.; Kırca/Şehriali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 403, 413-414.; Pulaşlı, Şerh II, 1238. Benzer yönde, Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 7 Temmuz 2015 Tarihli, 2014/15183 E. ve 2015/8851 K. Sayılı Kararı.

¹⁴⁰⁴ Karşılaştırmalı hukukta monist ve düalist organizasyon modelleri bulunmaktadır. Monist organizasyon modelinde yönetim kurulu anonim şirketler bakımından yönetim ve denetimden sorumlu tek organdır. Dualist organizasyon modelinde ise şirketin yönetim ve temsilinden sorumlu yönetim kuruluna ilaveten şirketin gözetim ve denetiminden sorumlu gözetim kurulu bulunmaktadır. Bkz: Akdağ-Güney, Yönetim Kurulu, 45.; Doğan, age, 28.; Günay, age, 32-34. Almanya, Avusturya gibi kıta Avrupası ülkelerinde uygulanan düalist sistemde yönetim seviyesi şirketin yönetiminden sorumlu iken, bundan bağımsız olan gözetim seviyesi yönetimin denetlenmesi, yönetim seviyesinin ücretlerinin belirlenmesi gibi görevleri yerine getirirler. Doğan, age, 28.; Nikolic, J., & Erk, J. (2011).

yetkileri bakımından yönetim seviyesi ve denetim seviyesi olarak ikili bir yapı bulunmamakta, her iki seviyeyi de kapsayacak şekilde bir yönetim kurulu (*board*) bulunmaktadır. Bununla birlikte TTK'nın esnek yapısı gereği, yönetim kurulu içerisinde bütün bu sistemleri kapsayacak şekilde yapıların kurulmasının mümkün olduğunu ifade etmek gerekir¹⁴⁰⁶.

Anonim şirketler bakımından yönetim kurulu, şirketi yönetme ve temsil etme yetkisini uhdesinde tutuyor olsa da, bu yetkileri bizzat kullanmak zorunda değildir. Yönetim Kurulu, TTK m. 367 ve 371'de düzenlenen şartlara uyulması koşuluyla¹⁴⁰⁷, yönetim ve temsil yetkisini bir kısım yönetim kurulu üyelerine veya üçüncü kişilere devredebilecektir. Bu bakımdan anonim şirketlerde yönetim kurulunun yönetim ve temsil yetkilerini, şirketin tepe yöneticisi (*CEO*) gibi üçüncü kişilere devretmek¹⁴⁰⁸ suretiyle fiili olarak bir gözetim organı olarak çalışması mümkündür¹⁴⁰⁹. Böylece Türk hukuku bakımından, yönetim kurulunun neredeyse tamamının icrai yetkiye sahip olmayan (*non-executive*) üye olarak görev yapabilmesini mümkün kılan esnek bir rejim benimsenmiştir¹⁴¹⁰. Bununla birlikte, yönetim kurulunun üst gözetim yetkisinin devredilmesi mümkün olmayan yetkiler arasında olduğu nazara alındığında, üst gözetim kapsamında sorumluluğunun gündeme geleceğini ve yönetim kurulunun yetki devri yapmış olsa bile sürekli denetimi sağlamakla sorumlu olduğunu söylemek mümkündür¹⁴¹¹.

Boards of Directors Models and Role in Corporate Governance. *Management* (1820-0222), 16(60), 72.; Kayışhan, Ş. (2011). *6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Üst Gözetim*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. s. 36 vd.; Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri, s. 88-91.; Grundmann, age, 281.; Pulaşlı, Şerh II, 1179-1182.

¹⁴⁰⁵ Doğan, age, 28.; Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri, 309.; Günay, age, 34.; Pulaşlı, Şerh II, 1180.

¹⁴⁰⁶ TTK m. 367/1 gerekçesi, ikinci paragraf.; Kaya, Denetim ve Gözetim, 3273-3274. Bununla birlikte, yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez yetkilerini düzenleyen TTK m. 375 dikkate alındığında, gerekçenin aksine, Türk hukuku bakımından tam anlamıyla bir düalist sistemin, başka bir ifadeyle, yönetim kurulunun tamamen bir gözetim kurulu haline gelmesinin mümkün olmadığı kanaatindeyiz. Aynı yönde bkz: Akdağ Güney, Yönetim Kurulu, 51.; Kaya, Denetim ve Gözetim, 3273.

¹⁴⁰⁷ Bu kapsamda yönetim ve temsil yetkisinin devri için şirket esas sözleşmesinde buna izin veren bir hüküm bulunması ve yönetim kurulunun bu konuda bir iç yönerge hazırlaması gerekir.

¹⁴⁰⁸ Pulaşlı, H. (2007). "Anonim Şirketler Hukukunda CEO'nun Hukuki Durumu." *BATİDER, C. XXIV, S. 1*, 17-62.

¹⁴⁰⁹ TTK m. 367/1 gerekçesi.; Kaya, Denetim ve Gözetim, 3270.

¹⁴¹⁰ TTK m. 367/1 gerekçesi.

¹⁴¹¹ Göktürk, K. (2014). "Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Özellikle Yetki Devri Halinde Gözetim Sorumluluğu ve Hukuki Belirlilik Sorunu." *TBB Dergisi*, 114, 179-200.

Bu noktada, icrai olmayan yönetim kurulu üyesi ile bağımsız yönetim kurulu üyesinin aynı kavramı ifade etmediğini belirtmek gerekir. TTK’da icrada görevli olan veya olmayan üyeye ilişkin herhangi bir tanım bulunmamaktadır¹⁴¹². Öğretide, yönetim devri ile birlikte kendilerine yetki devri yapılmış olan üyelere icracı üye, diğerleri ise icracı olmayan üye olarak tasnif edilmektedir¹⁴¹³. İcracı üye, yönetim kurulunun kararlarını icra eden üye değil, bizzat icra edilecek kararları alan üye konumundadır¹⁴¹⁴. Bağımsız yönetim kurulu üyesi ise¹⁴¹⁵, icracı olmayan bir üye olsa da¹⁴¹⁶ icracı olmayan üyeden farklı olarak ‘bağımsızlık’ ölçütünün esas alındığı, şirketle ve hâkim ortaklarla menfaat ilişkisi içerisinde olmayan tarafsız üyeyi ifade etmektedir¹⁴¹⁷.

Yönetim kurulunun organizasyonu ve yapısı ile alakalı olarak yukarıda açıklanmış olan tüm hususlar çerçevesinde, TTK’nın anonim şirket yönetim kuruluna ilişkin düzenlemeleri, girişim şirketleri bakımından söz konusu olabilecek menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından esneklik sağlamaktadır. Başka biri ifadeyle, girişim şirketinin yönetim kurulu yapısının menfaat çatışmasını yönetmeye elverişli şekilde yapılandırılması mümkündür.

cc. Yönetim kurulunun işleyişi ve faaliyetleri

Yönetim kurulu iradesini kararları ile açıklar. Kararlar ise toplantı¹⁴¹⁸ veya bir önerinin bütün üyelere dolaştırılması yöntemi¹⁴¹⁹ ile alınır. TTK m. 390/1 düzenlemesine göre, esas sözleşmede aksine ağırlaştırıcı bir düzenleme bulunmaması

¹⁴¹² SPK tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin Madde 4.3.2’sine göre icracı olmayan yönetim kurulu üyesi, üyelik haricinde şirkette başkaca herhangi bir idari görevi veya kendisine bağlı icrai mahiyette faaliyet gösteren bir birim bulunmayan ve şirketin günlük iş akışına ve olağan faaliyetlerine müdahil olmayan kişiyi ifade etmektedir.

¹⁴¹³ Manavgat, Ç. (2014). “Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin İşlevleri ve Sahip Olması Gereken Nitelikler”. *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 30, 35-75. (Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri). s. 43.; Doğan, age, 114.

¹⁴¹⁴ Eminoğlu, Kurumsal Yönetim, 213-214.; Doğan, age, 68.; Demirel, D. (2017). “Anonim Şirketlerde Yönetim Yetkisinin Devri”. *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 7(2), 211–250.

¹⁴¹⁵ Türk hukukunda bağımsız yönetim kurulu üyeleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz: Manavgat, Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri.; Küçükgüngör, Yönetim Kurulu Üyeleri.; Odman Boztosun, N. A. (2013). *Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.; Çamoğlu, E. (2014). *Türk Hukukunda Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri*. BAUHFD, 9, 117-118.

¹⁴¹⁶ Manavgat, Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, 42.

¹⁴¹⁷ Manavgat, Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, 41.; Çamoğlu (Poroy/Tekinalp), Ortaklıklar I, s. 395.

¹⁴¹⁸ TTK m. 390/1.

¹⁴¹⁹ TTK m. 390/4.

halinde, yönetim kurulu toplantıları üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanır ve kararlar toplantıya katılan üyelerin çoğunluğu ile alınır. Bu durumda, üç kişiden oluşan bir yönetim kurulu iki kişi ile toplanabilecek ve yine iki kişi ile karar alabilecektir. Dolaştırma yolu ile alınacak kararlar bakımından ise, önerinin bütün üyelere iletilmesi koşuluyla, üye tam sayısının çoğunluğunun olumlu oyu ile karar alınabilecektir.

Yönetim kurulu üyelerinin kanundan doğan bir veto hakkının bulunmadığını, başka bir ifadeyle, belirli grupların sahip olduğu yönetim kurulunda temsil edilme hakkının, bu gruplara yönetim kurulunu olumlu veya olumsuz yönde yönlendirme hakkı tanımadığını belirtmek gerekir. Yönetim kurulu kararları bakımından önemli olan, kurul halinde alınan karardır ve bu karar bakımından çoğunluk yeterli olmaktadır. Bu çerçevede, yönetim kurulu üyelerinin tamamının şirketin yönetimine aktif katılımından söz etmek mümkün olmayacaktır. Bu da menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından olumsuz bir tesir doğurmaktadır.

Örneğin, beş üyeden oluşan bir yönetim kurulu, üç üyenin katılımı ile toplantı yapabilmekte ve katılan iki üyenin olumlu oyuyla da karar alabilmektedir. Bu şirkette, üç yönetim kurulu üyesinin belirli bir grup pay sahibi, diğer iki üyesinin ise başka bir pay sahibi grubu tarafından aday gösterilmiş olduğu senaryoda, birlikte hareket eden iki üyenin ve dolayısıyla bu iki üyeyi aday gösteren pay sahibinin şirketin yönetimine aktif katılımından söz etmek mümkün olmayacaktır. Bu kaygıdan hareketle, yönetim kurulu toplantı ve/veya karar nisabının ağırlaştırılması mümkün kılınmıştır¹⁴²⁰. Yönetim kurulu toplantı ve karar nisaplarının ağırlaştırılması, bütün kararlar bakımından söz konusu olabileceği gibi belirli kararlar bakımından da mümkündür¹⁴²¹.

¹⁴²⁰ TTK m. 390/1.

¹⁴²¹ Kırca/Şehriali-Çelik/Manavgat, Anonim Şirketler I, s. 502.

4. Girişim şirketlerinde yatırım sonrası kurumsal yönetim düzenlemeleri

a. Genel olarak

Girişim şirketleri, yatırım öncesinde girişimcinin kontrolünde olan, kurumsal yönetim yapısının oluşmadığı¹⁴²² bir şirket niteliğindedir. Girişim sermayesi yatırımcılarının yatırım faaliyetleriyle birlikte girişim şirketinin kurumsal yönetim ihtiyacı artmakta, yatırımcı ile girişimci arasında hem dikey hem de yatay düzlemde menfaat çatışmaları etkisini göstermektedir. Menfaat çatışmalarının yönetilmesi açısından en etkin yöntemlerden biri ise şirketin yönetim yapısının, yatırım sonrası düzen ile uyumlu hale getirilmesidir.

Girişim şirketleri ve bu şirketlere yapılan yatırımlar, şirketler hukuku, kurumsal yönetim ve finansman ihtiyacı bakımından yeni bir çerçeve çizilmesini gerektirmektedir. Girişim şirketlerinin teknoloji ve inovasyon odaklı olması, yüksek miktarda risk içermesi, hızlı büyüme rakamlarına ulaşması onları finansal ve hukuki açıdan geleneksel şirketlerden önemli ölçüde ayırmaktadır¹⁴²³. Ayrıca, girişim şirketi paylarının çok sık bir şekilde el değiştirmesi ve bazen yüzlerce yatırımcıya sahip olması, onları halka açık olmayan şirketlerden farklılaştıran etkenler arasındadır¹⁴²⁴. Bu yönüyle, girişim şirketleri yapısal olarak ve yönetim bakımından diğer şirketlerden önemli ölçüde ayrılır.

Tipik girişim sermayesi yatırım sözleşmelerinde, yatırımcıya girişim şirketi üzerinde önemli kontrol hakları tanınmakta¹⁴²⁵ ve yatırımcı elde ettiği kontrolü artırmak istemektedir. Girişim sermayesi yatırımlarında yatırımcının temel eğilimi, az bir yatırım yapmış olsa dahi bir şekilde girişim şirketinin yönetiminde etkin olma şeklindedir. Girişimci ise şirket üzerindeki kontrolünü bırakmak istememektedir. Çalışmamızın bu bölümünde, yatırım sonrası dönemde girişim şirketlerinin yönetim kurulu ve genel kurul düzenlemeleri incelenmektedir.

¹⁴²² Kurumsal yönetim yapısının kurulması ve sürdürülmesi tüm avantajlarına rağmen zorlu ve masraflıdır. Bu bakımdan girişim şirketlerinin erken aşamada bir kurumsal yönetim sistemine ihtiyaç duyduğunu ifade etmek zordur.

¹⁴²³ Pollman, *Startup Governance*. 168,

¹⁴²⁴ Langevoort, D. C., Thompson, R.B. (2013). “Publicness” in Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act, 101 *GEO. Law Journal*, 337 – 384. Fisch, agm, 928.

¹⁴²⁵ Jia, agm, 687.

b. Girişim şirketlerinde genel kurul düzenlemeleri

Genel kurul kararlarında menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından uygulanacak yöntemler sınırlıdır. Genel kurulun sadece belirli dönemlerde toplanan ve belirli konularda karar alan bir organ olduğu dikkate alındığında, genel kurul kararları bakımından toplantı ve karar nisaplarının değiştirilmesi, yatırımcının sahip olduğu paylara oy imtiyazı sağlanması veya çoğunluk paya sahip olan girişimcinin bütün kararları tek başına almasının engellenmesi, kurumsal yönetim bakımından en efektif yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu şekilde gerçekleştirilecek esas sözleşme değişiklikleri, pay sahipleri aktivizmini önemli ölçüde artıracak ve pay sahiplerini şirket üzerinde daha etkin bir konuma getirecektir¹⁴²⁶. Girişim şirketlerinde ortaya çıkan pay sahipleri aktivizmi, girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin, menfaat çatışmasının, yatırımın teminatlandırılmamış olmasının ve ayrıca yatırımın geri dönüşünün uzun bir süreye yayılmış olmasının doğal bir sonucudur¹⁴²⁷. Bu bakımdan girişim şirketlerinde pay sahipleri aktivizmi, bankalar veya emeklilik fonları gibi diğer yatırımcılara nispeten oldukça fazladır¹⁴²⁸.

Girişim sermayesi yatırımcısının, girişim şirketine yatırım yapmasıyla birlikte bir kısım genel kurul kararları bakımından veto hakkı talep etmesinin finansal ve

¹⁴²⁶ Pay sahiplerinin şirketin yapısını, stratejisini, yöneticilerini vb. etkilemeye ve şirket yönetiminde etkin bir rol üstlenmeye çalışması pay sahipleri aktivizmi (shareholder activism) olarak isimlendirilmektedir. Levit, D. (2019). "Soft Shareholder Activism". *The Review of Financial Studies*, 32(7), ss. 2775-2808, s. 2775-2776.; Pay sahipleri aktivizmi ve bunun şirket üzerindeki etkilerine ilişkin ayrıntılı bilgi için Bkz: Bratton, W., & McCahery, J. A. (Eds.). (2015). *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford University Press.; Goranova, M., & Ryan, L. V. (2014). "Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review". *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268; Bebchuk L. A. (2005). "The Case for Increasing Shareholder Power". *Harvard Law Review*, 118, 833-917.; Black B. S. (1998). "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States." In Newman P. (Ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics And The Law*, 3, 459-465. New York: Palgrave Macmillan.; Cheffins B. R., Armour J. (2011). "The Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds". *Journal of Corporation Law*, 37; Gantchev, N. (2013). "The Costs of Shareholder Activism: Evidence from A Sequential Decision Model". *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610-631; Özdemir, S. S. (2023). *Halka Açık Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Eylemciliği (Aktivizmi)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

¹⁴²⁷ Van Den Berghe, L. A., & Levrau, A. (2002). "The role of the venture capitalist as monitor of the company: a corporate governance perspective." *Corporate Governance: An International Review*, 10(3), ss. 124-135, s. 125-128.

¹⁴²⁸ Van Den Berghe/ Levrau, agm, 125.; Amornsiripanitch/Gompers/Xuan, More Than Money, 515.

hukuki açıdan olağan olduğunu değerlendiriyoruz. Yukarıda¹⁴²⁹ ifade ettiğimiz üzere, burada kastettiğimiz veto, hukuki anlamda bir paya ya da pay grubuna tanımlanan belli bir işlemin gerçekleşmesini reddetme hakkı değildir. Zaten esas sözleşme ile bu yönde bir hakkın tesis edilmesinin mümkün olmadığı kanaatindeyiz¹⁴³⁰. Burada kastedilen, genel kurul kararlarının tesis edilebilmesi için gerekli olan toplantı ve karar nisabının, yatırımcının olumlu oyu olmaksızın ilgili genel kurul kararının alınmasını imkânsız kılacak kadar yükseltilmesidir. Bu durumda, girişim şirketinin belirli veya bütün genel kurul kararlarının alınması ancak yatırımcının da bu kararın alınması yönünde olumlu oy kullanması ile mümkün olabilecektir.

Öğretide, genel kurul toplantı ve karar nisaplarının sınırsız bir şekilde artırılmasının mümkün olmaması gerektiği, bu artırımının ancak belirli bir oranda yapılması gerektiği ifade edilmektedir¹⁴³¹. Bu görüşe göre, anonim şirketin niteliği ile bağdaşmayan ve şirketin karar almasını çok güçleştiren, örneğin esas sözleşmenin tüm hükümlerinin değiştirilmesini oy birliğine tabi tutan, karar yeter sayıları anonim şirketlere hâkim olan çoğunluk ilkesi ile bağdaşmayacaktır¹⁴³². Bu görüşün, şirkette yaşanması muhtemel kilitlenmeleri engellenmesi bakımından haklı olduğunu belirtmek gerekir ancak TTK 418'in açık hükmü karşısında bu görüşe katılmak mümkün olmayacaktır¹⁴³³.

Girişim sermayesi yatırımcıları genellikle;

- Girişim şirketinin esas sözleşmesinin değiştirilmesi,
- Sermaye artırım veya azaltım kararı alınması¹⁴³⁴,
- Birleşme, bölünme ve tür değiştirme gibi yapısal kararların alınması,
- Önemli miktarda mal varlığı satışı,
- Yönetim kurulunun seçimi ve görevden alınması

¹⁴²⁹ Üçüncü Bölüm.III.A.2.e.cc.iiib. s. 301-305.

¹⁴³⁰ Aynı yönde bkz: Pulaşlı, Şerh III, 2123.; Arslanlı, Anonim Şirketler II, 63.; Karasu, Emredici Hükümler, 184-185.

¹⁴³¹ Karasu, Emredici Hükümler, 166.; Sulu, Kilitlenme, 209.

¹⁴³² Karasu, Emredici Hükümler, 166.;

¹⁴³³ Aynı yönde bkz: Moroğlu, Sermaye Artırımı, 78.; Arslanlı, Anonim Şirketler II, 58-59.; Tekinalp (Poroy/Çamoğlu), Ortaklıklar II, 211.; Soykan, İ. C. (2019). *Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s.408.

¹⁴³⁴ Bu konu hakkındaki genel tartışmalar için bkz: Üçüncü Bölüm, III.B.2.3.cc.iii. s.300-306.

gibi hususlar bakımından esas sözleşmede düzenlenmiş olan nisapların, kendilerine fonksiyonel bir veto hakkı tanınacak şekilde artırılmasını talep etmektedir. Genel kurul kararları bakımından yukarıda sayılmış olan hususların tarafların arasındaki müzakerelere göre artması veya azalması mümkündür. Başka biri ifadeyle, yatırımcı, bütün genel kurul kararları bakımından bir veto hakkı talep edebileceği gibi; yatırım tercihleri, girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişki, girişim şirketinin faaliyet alanı gibi gerekçelerle bu veto hakkı talep ettiği alanı sadece önemli olarak nitelendirilebilecek kararlar bakımından sınırlandırılabilecektir.

Bu noktada, girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesi amacıyla getirilen bu veto haklarının girişim şirketini kilitleyecek¹⁴³⁵ bir etki doğurmaması gerektiğini de belirtmek gerekir. Bu yöndeki düzenlemelerin en büyük dezavantajı, pay sahipleri arasında gelişen ilişkilerin şirketin yönetimini etkilemesi ve hatta kimi zaman kilitleyerek yönetilmez hale getirmesidir. Bir pay sahibinin, diğer pay sahibi veya sahiplerinin almak istediği kararları alabilmesini engelleyecek güce sahip olması kilitlenme ihtimalini artırmaktadır¹⁴³⁶. Bu bakımdan, yapılan düzenlemelerin girişim şirketinde kilitlenmeye yol açmaması ve böyle bir durumun gerçekleşmesi halinde tarafların uyuşmazlıklarını çözerek şirketteki kilitlenmeyi hızlı bir şekilde ortadan kaldırması gerekmektedir.

Bu kapsamda, genel kurul karar nisaplarının artırıldığı şirketler bakımından ilgili pay sahipleri sözleşmesinde kilitlenme kavramı tanımlanmalı ve kilitlenme yaşanması durumunda pay sahiplerinin satın alma veya satma opsiyonlarını işletmesine ilişkin mekanizmalar açık bir şekilde düzenlenmelidir. Aksi durumda genel kurulun toplanamaması veya karar alamaması, genel kurulun görevini yapamaması sonucunu doğurur ve bunun neticesinde de TTK m. 530 anlamında

¹⁴³⁵ İngilizce ‘deadlock’ teriminin karşılığı olarak kullandığımız kilitlenme, ilgili şirket organının karar alamaması halini ifade etmektedir. Bu kavramın ‘kurumsal felç’, ‘çıkılmaz’ gibi kullanımları da bulunmaktadır. M. (2023). *Anonim Ortaklık Organlarının Kilitlenmesine İlişkin Sözleşmesel Düzen – Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri Bağlamında Bir İnceleme-*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. s. 4

¹⁴³⁶ Sulu, Kilitlenme, 205.; Sevi, A. M. (2021). *Anonim Ortaklık Organlarında Kilitlenme Hâli ve Hukukî Çözüm Yolları*. iç Havva Karagöz, Ed. Beril Özcanlı ve Ed. Seda Palanduz (edr), Tüzel Kişilik Penceresinden Anonim Ortaklık Sempozyumu, MEF Üniversitesi Hukuk Fakültesi İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. (Kilitlenme) s. 335.

organ eksikliği dolayısıyla şirketin feshi veya TTK m. 531 kapsamında şirketin feshi için haklı sebep ortaya çıkmış olur¹⁴³⁷.

Girişim şirketlerinde genel kurul düzenlemeleri ile ilgili olarak pay sahibinin bilgi alma hakkına da değinmek gerekir. Anonim şirket pay sahiplerinin TTK m. 437 kapsamında şirket hakkında bilgi alma hakları bulunmaktadır. Bununla birlikte bu bilgi alma hakkı sınırsız değildir ve detaylandırılmak istenmesi durumunda yönetim kurulu kararı veya genel kurulun açık izni gerekmektedir¹⁴³⁸. Ayrıca, şirket sırlarının korunması veya şirket menfaatlerinin tehlikeye girecek olması da bilgi alma hakkının reddine gerekçe teşkil edebilecektir.

Yatırımcının şirketin genel kurulunda temsil ediliyor olması durumunda bilgi alma hakkına ilişkin sorun büyük oranda çözülmektedir. Bu durumda yatırımcı doğrudan yönetim kurulunda bulunan temsilcisi vasıtasıyla şirket hakkında detaylı bilgilere erişebilmektedir. Ancak yatırımcının yönetim kurulunda temsil edilmemesi durumunda ise yatırımcı bakımından ilave bir kısım yöntemlere ihtiyaç doğurmaktadır.

Genellikle girişimci ile yatırımcı arasında imzalanan sözleşmelerde, yatırımcının kanuni haklarına ilave bir kısım bilgi alma hakları ile donatılması söz konusu olmaktadır. Yatırımcının bilgi alma hakkı genellikle girişim şirketinin işlerin gidişi ve finansal durum ile ilgili belirli periyotlarda raporlama yapması şeklinde gerçekleşmektedir. Örneğin, KISS'te yer alan bilgi hakkının ilgili kısmının çevirisi *“Şirket, talep üzerine, mümkün olan en kısa sürede, ancak her halükârda Şirketin her mali yılının ilk üç (3) çeyreğinin bitiminden sonraki otuz (30) gün içinde ve Şirketin her mali yılının bitiminden sonraki doksan (90) gün içinde hazırladığı Mali Tabloları (gelir tablosu, bilanço, özkaynaklar tablosu ve/veya nakit akış tablosu) Yatırımcı'ya teslim edecektir. Söz konusu Mali Tablolar makul ayrıntıda olacak ve tutarlı bir esasa göre hazırlanacaktır. Ayrıca, Şirketin Mali Tabloları hazırlayıp hazırlamadığına bakılmaksızın, Şirket, Yatırımcının zaman zaman makul bir şekilde*

¹⁴³⁷ Sevi, Kilitlenme, 328.

¹⁴³⁸ TTK m. 437/2.

talep edebileceği, Şirketin mali durumu, ticari veya kurumsal işleri ile ilgili bilgileri Yatırımcıya sunacaktır.” şeklindedir¹⁴³⁹.

Bu bakımdan, yatırımcının aydınlatılmasına ilişkin bu hükümler de girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin yönetilmesinde önem arz etmektedir.

c. Girişim şirketlerinde yönetim kurulu düzenlemeleri

aa. Genel olarak

Yönetim kurulu anonim şirketin yönetim ve temsilinden sorumlu olan ‘devamlı’ nitelikteki organıdır. Bu bakımdan, yönetim kurulunun menfaat çatışmalarının önlenmesi, birbiriyle yarışan menfaatlerin dengelenmesi gibi kurumsal yönetim açısından önem arz eden sorumlulukları bulunmaktadır¹⁴⁴⁰.

Girişim şirketleri açısından incelediğimizde yönetim kurulunun; strateji oluşturma¹⁴⁴¹, dış dünya ile bağlantı kurma ve network sağlama, danışmanlık¹⁴⁴², şirket çalışanlarının üretkenliğini artırma¹⁴⁴³ gibi rol ve işlevlerinin olduğu görülmektedir. Bütün bu hususlar, yönetim kurulunun doğru organizasyonun girişim şirketi bakımından taşıdığı önemi göstermektedir. Yönetim kurulu ayrıca şirketin yönetim kademesinin belirlenmesi, bu kademelere atamaların yapılması ve görevden alınması bakımından da yetkilidir. Bu durum da yönetim kurulunu girişim şirketlerinin büyümesi ve gelişmesi açısından son derece önemli hale getirmektedir.

bb. Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun oluşumu

Girişim şirketlerinin yatırım sonrası yönetim kurulunda yer alan üyeleri, girişimci üyeler, yatırımcı üyeler ve bağımsız üyeler olmak üzere üç kategoriye ayırmak mümkündür¹⁴⁴⁴.

¹⁴³⁹ <https://500startups.app.box.com/s/8ybx9y3bhk4mte50v7k> (e.t. 11.01.2024)

¹⁴⁴⁰ OECD (2015). G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri. s 51.

¹⁴⁴¹ Ayrıntılı bilgi için bkz: Rosenstein, J. (1988). “The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology.” *Journal of Business Venturing*, 3(2), 159– 170.

¹⁴⁴² Huse, M., & Zattoni, A. (2008). “Trust, Firm Life Cycle, and Actual Board Behavior: Evidence From Bone of The Lads in the Board of Three Small Firms.” *International Studies of Management & Organization*, 38(3), 71–97

¹⁴⁴³ Pollman, E. (2014). “Team Production Theory And Private Company Boards”. *Seattle University Law Review*, 38(16), 626–634.

¹⁴⁴⁴ Fan, agm, 319-320.

Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun en önemli unsuru olarak girişimci yönetim kurulu üyesini göstermek yanlış olmayacaktır. Bu çalışma boyunca ifade edildiği üzere, girişim şirketine yapılan yatırım aslında girişimciye yapılmış bir yatırımdır ve yatırımcı bakımından girişim şirketinin en önemli varlığı girişimci ekibin bizzat kendisidir¹⁴⁴⁵. Bu bakımdan, girişimcinin yönetim kurulunda olması şirketin başarısı için gerekli olduğu kadar kaçınılmazdır. Girişim şirketini kurmuş ve belirli bir noktaya taşımış olan girişimci, yatırım sonrasında, girişim şirketine ilişkin hedeflerini gerçekleştirmek maksadıyla yönetim kurulunda aktif ve hatta baskın olarak yer almaya devam etmek isteyecektir.

Yatırım sonrasında şirketin yönetim kurulunda yer alan diğer üye türü ise yatırımcı üyedir. Bu üyeler yatırım yapan şirketin bizzat kendisi olabileceği gibi¹⁴⁴⁶ yatırımcının, inancılı yönetim kurulu üyesi olarak göstereceği gerçek kişi(ler) de olabilecektir. Bu çalışmanın ikinci bölümünde detaylı olarak açıklandığı üzere, girişim sermayesinin girişim şirketleri bakımından finansman sağlanması dışında da birçok faydası bulunmaktadır. Girişim sermayesi kuruluşlarının yönetim ve danışmanlık desteği sağlaması¹⁴⁴⁷, girişimcileri yeni bağlantılarla tanıştırması¹⁴⁴⁸ bu avantajlar arasında sayılabilecektir.

İlaveten, girişim sermayesi yatırımcısı girişim şirketine yatırım yaparak bir risk almakta ve girişimci ile kaçınılmaz bir menfaat çatışması içerisinde girmektedir. Bu menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından girişim sermayesi yatırımcısının gözetim işlevi önem arz eder. Girişim sermayesi yatırımcısı şirkete yapılan yatırımın nasıl harcandığını ve şirketin kaynaklarının nasıl kullanıldığını da denetler¹⁴⁴⁹. Girişim sermayesi kuruluşunun girişim şirketine sağlayacağı bu menfaatler, girişim şirketinin denetimi ve dolayısıyla yatırımcının korunması¹⁴⁵⁰ yönetim kurulunda görevlendirilecek temsilci(ler) aracılığıyla gerçekleştirilir¹⁴⁵¹. Bu alanda yapılan

¹⁴⁴⁵ Ayrıntılı bilgi için Bkz: Gompers/Gornall/Kaplan/Strebulaev, Decision, 169-190.

¹⁴⁴⁶ TTK m. 359/2.

¹⁴⁴⁷ İkinci Bölüm, I.D.2. s.118-120.

¹⁴⁴⁸ İkinci Bölüm, I.D.4. 120-121.

¹⁴⁴⁹ Üçüncü Bölüm, III.A.3 s. 147.

¹⁴⁵⁰ Enriques/Hansmann/Kraakman/Pargendler, 80.

¹⁴⁵¹ Pollman, Startup Governance, 179-180.; Broughman, İ., Fried, J. M. (2013). “Carrots and Sticks: How VCs Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups” 98 *Cornell Law Review*. 1319, n.39.; Van Den Berghe/ Levrau, agm, 128.

uluslararası araştırmalar, yatırımcının, çoğunlukla, yatırım sonrasında girişim şirketinin yönetim kurulunda yer aldığını göstermektedir¹⁴⁵².

ABD’de 1980-2012 arasındaki girişim sermayesi yatırımlarını inceleyen bir çalışma, bir girişim sermayesi yatırımcısının şirket yönetim kurulunda temsil edilme oranı ortalamasının %44 olduğunu ancak girişim sermayesi yatırımcısının bir lider yatırımcı olması durumunda¹⁴⁵³ bu oranın %61,5’e yükseldiğini, birlikte yatırım içerisinde olan ancak lider yatırımcı olmayan girişim sermayesi yatırımcıları bakımından bu oranın ise %35 olduğunu belirtmektedir¹⁴⁵⁴.

Girişim şirketlerinin yönetim kurulunda yer alan son üye türü ise bağımsız üyelerdir¹⁴⁵⁵. Girişim şirketleri bakımından bağımsız üye hem girişimci ile hem de yatırımcı ile ilişkisi olmayan üyeleri ifade etmektedir. Halka açık anonim şirketler bakımından belirgin bir şekilde düzenlenmiş olan bağımsız yönetim kurulu üyesinin, halka açık olmayan şirketler bakımından da esas sözleşme hükmüyle oluşturulması mümkündür¹⁴⁵⁶. Bağımsız üye uygulaması, girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından işlevsel olarak kabul edilecek¹⁴⁵⁷ olsa da girişim şirketinin ve girişimcilik ekosisteminin doğası gereği girişim şirketlerinde

¹⁴⁵² Fan, agm, 348-354.

¹⁴⁵³ Birlikte yatırım (*syndication*) durumuna girişim sermayesi yatırımcılarından biri lider yatırımcı sıfatını haiz olmaktadır.

¹⁴⁵⁴ Amornsiripanitch/Gompers/ Xuan, More Than Money, 527.

¹⁴⁵⁵ Özellikle Türkiye uygulamasında girişim şirketleri bakımından bağımsız üye uygulamasının yok denecek kadar az olduğunu ifade etmek gerekir. Uluslararası literatürde de girişim şirketlerinin yönetim kurulunda yer alacak bağımsız üyeler bakımından çeşitli tartışmalar bulunmaktadır. Bu tartışmaların en önemlisi bağımsız üyenin bağımsızlık sıfatına ilişkindir. Girişim şirketlerinin doğası gereği, nitelikli bağımsız yönetim kurulu üyelerine, onları ikna etmeye yetecek kadar ödeme yapmaları mümkün gözükmemektedir. Bu durumda genel bir uygulama olarak bağımsız üyeye girişim şirketinden pay veya girişim şirketinin başarısına bağlı prim gibi ödeme yöntemleri önerilmektedir. Bu durum ise bağımsız üyenin bağımsızlık sıfatını tartışmaya açmaktadır. Bkz: Fan, agm, 333.

¹⁴⁵⁶ Manavgat, Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri, 44.

¹⁴⁵⁷ Bağımsız üye uygulamasının girişim şirketleri bakımından yararlarına ilişkin olarak Bkz: Omri, W., Becuwe, A., & Mathe, J. C. (2014). “Ownership Structure and Innovative Behavior: Testing the Mediatory Role of Board Composition”. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(2), 220–239.; Brunninge, O., & Nordqvist, M. (2004). “Ownership Structure, Board Composition and Entrepreneurship: Evidence from Family Firms and Venture-Capital-Backed Firms”. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 10(1/2), 85–105.; Zahra, S. A., Neubaum, D. O., & Huse, M. (2000). “Entrepreneurship in Medium-Size Companies: Exploring the Effects of Ownership and Governance Systems”. *Journal of Management*, 26(5), 947–976.; Calabrò, A., Campopiano, G., Basco, R., & Pukall, T. (2017). “Governance Structure and Internationalization of Family Controlled Firms: the Mediating Role of International Entrepreneurial Orientation”. *European Management Journal*, 35(2), 238–248.

bağımsız üye atanmasına tarafların direnç gösterdiği görülmektedir¹⁴⁵⁸. Burada, hem girişim şirketinin ölçeği hem de girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkinin niteliği, bağımsız yönetim kurulu üyesini girişim şirketleri bakımından uygulanamaz hale getirmektedir.

cc. Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun organizasyonu

Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun organizasyonu ile yönetim kurulunun girişim şirketleri özelindeki işlevleri ve yönetim kurulunun görevlerini yerine getirirken oluşturduğu yapı ifade edilmektedir.

Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun oluşumu başlığı altında, optimal yönetim kurulu büyüklüğü tartışılması gereken konular arasındadır. Yönetim kurulunun büyüklüğü ile etkinliği arasındaki ilişki ile ilgili olarak yapılan çalışmalar, yönetim kurulunun büyüklüğü ile, başka bir ifadeyle yönetim kurulunda yer alan üye sayısı ile, girişim şirketinin performansı veya kurumsallaşması arasında doğrudan bir bağlantı bulunmadığını göstermektedir¹⁴⁵⁹. Bu durumda, girişim sermayesi şirketlerindeki yönetim kurulu üye sayısının şirketin gelişmesi ve yönetimi bakımından doğrudan önemli olmadığı söylenebilecektir¹⁴⁶⁰. Yönetim kurulu üye sayısının daha çok şirketin büyüklüğü ve şirketteki menfaat gruplarının fazlalığı ile ilişkilendirilmesi mümkündür. Bu bakımdan, başlangıçta küçük ölçekli olan yönetim kurulunun, girişim şirketi büyüdükçe ve yeni yatırımlar aldıkça büyümesi, yeni yatırımcıları temsilen üyeleri dâhil etmesi ve bu doğrultuda bağımsızlaşması söz konusu olmaktadır¹⁴⁶¹. Ayrıca, girişim sermayesi yatırımlarında girişim şirketinin

¹⁴⁵⁸ Van Den Berghe/ Levrau, agm, 131.; Wirtz, P. (2011). “The Cognitive Dimension of Corporate Governance in Fast Growing Entrepreneurial Firms”. *European Management Journal*, 29(6), 431-447.

¹⁴⁵⁹ Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.; Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). “Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis”. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686.; Aksi yöndeki değerlendirmeler için bkz: Gordon, I. M., Hrazdil, K., & Shapiro, D. (2012). “Corporate Governance in Publicly Traded Small Firms: A Study of Canadian Venture Exchange Companies.” *Business Horizons*, 5(6), 583 – 591.; Cowling, M. (2003). “Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms.” *Small Business Economics*, 20(4), 335–344.

¹⁴⁶⁰ Li, H., Terjesen, S., & Umans, T. (2020). “Corporate Governance in Entrepreneurial Firms: A Systematic Review and Research Agenda.” *Small Business Economics*, 54(1), 43-74.

¹⁴⁶¹ Amornsiripanitch/Gompers/ Xuan, More Than Money, 514.; Fried, V. H., Bruton, G. D., & Hisrich, R. D. (1998). “Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms”. *Journal of business venturing*, 13(6), 493-503.

birden fazla yatırım alabileceğinin dikkate alınması gerekir. Bu çerçevede, bütün girişim sermayesi yatırımcılarının değil, sadece bir kısım girişim sermayesi yatırımcısının girişim şirketinin yönetim kurulunda temsil edilmesi mümkün olmaktadır.

Girişim şirketinde yönetim kurulunun yapısını, hâkim olan gruba göre, girişimci ağırlıklı, yatırımcı ağırlıklı veya ortak kontrollü yönetim kurulu olmak üzere üçe ayırmak mümkündür¹⁴⁶². ABD’de yapılan bir araştırma da girişim şirketlerinde yatırım sonrasında girişim şirketlerinde girişimci merkezli bir yönetim kurulu yapısı oluştuğunu ortaya koymaktadır¹⁴⁶³. Türk girişim şirketleri bakımından tespitlerimiz ise çalışmanın Üçüncü Bölüm, III.B.5 “Türkiye’de kurulmuş olan girişim şirketlerinde yatırımcının yönetim kurulunda yer almasına ilişkin araştırma sonuçları” başlığı altında incelenmiştir.

Yönetim kurulunun organizasyonu bahsinde çeşitli taraflarca atanmış olan üyelerin kararların alınmasındaki yetki ve tutumlarını da değerlendirmek mümkündür. Girişim şirketleri bakımından, yatırımcı tarafından atanmış olan yönetim kurulu üyesi iki farklı biçimde görev alabilecektir. Yönetim kurulu üyesi, girişim sermayesi yatırımcısının hak ve menfaatlerinin gözlemlenmesi ve girişim şirketinin denetiminin gerçekleştirilmesi gibi ‘denetleyici’ bir rol alabileceken, yönetim kurulu kararlarının doğrudan içinde ve hatta bazı konularda veto hakkına sahip olan ‘icracı’ rol de üstlenebilecektir. Örneğin, üç kişiden oluşan bir girişim şirketi yönetim kurulunda, iki üyenin girişimci bir üyenin ise yatırımcı tarafından atanmış olduğu senaryoda, esas sözleşme ile özel düzenlemeler getirilmediği müddetçe yatırımcı tarafından atanmış olan yönetim kurulu üyesi ‘denetleyici’ konumdadır. Yönetim kurulu kararları bakımından geçerli olan çoğunluk ilkesi¹⁴⁶⁴ dikkate alındığında, bu durumdaki yönetim kurulu üyesinin sahip olduğu oy hakkı, herhangi bir kararın alınmasını sağlayamayacağı gibi, herhangi bir kararı veto etmeye de yetmeyecektir. Bu durumda, girişimci tarafından atanmış olan iki yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu iradesini kendi üzerlerinde toplamış olacaklar, yatırımcı

¹⁴⁶² Pollman, Startup Governance, 181.; Wasserman, N. (2013). *The Founder's Dilemmas: Anticipating and Avoiding the Pitfalls that can Sink a Startup*. Princeton University Press.s 285-287.

¹⁴⁶³ Fan, agm, 348-354.

¹⁴⁶⁴ TTK m. 390/1.

tarafından atanmış olan yönetim kurulu üyesi ise ‘denetçi üye’ rolüne bürünmüş olacaktır.

Bununla birlikte, menfaat teorisi perspektifinden yapılacak bir değerlendirme, yatırımcının yönetim kurulunda daha aktif olması gereğini ortaya koymaktadır¹⁴⁶⁵. Yatırımcının girişim şirketine yaptığı yatırımın miktarının artması da yönetim kurulu üyesinin aktif olma ihtiyacını artırmaktadır¹⁴⁶⁶.

Bu durumda, yatırımcının çoğunlukta olmadığı ancak belirli konularda veto hakkına sahip olduğu bir yönetim kurulu organizasyonu karşımıza çıkmaktadır. Genel kurul kararlarında olduğu gibi bunun da en pratik yolu belirli konularla ilgili olarak yönetim kurulunun toplantı ve karar nisabının artırılmasıdır. Burada korunacak denge, yatırımcının yönetim kurulunun toplanmasını ve karar almasını engellememesi ve girişimcinin de yatırımcının olumlu oyu olmaksızın bir kısım kararları alamamasıdır. Uygulamada yönetim kurulu karar nisabının artırıldığı bir kısım konular;

- Şirket’in mal varlığı üzerinde takyidat kurulması,
- Şirket’in belirli bir ölçeğin üzerinde gerçekleştireceği işlemler, imzalayacağı sözleşmeler,
- CEO ve CFO gibi üst düzey profesyonellerin atanması ve görevden alınması,
- Şirket’in ilişkili taraflarla işlem yapması veya yapılmış olan işlemleri değiştirmesi,
- Şirket’in temsil ve ilzamu ile yönetimine ilişkin iç yönergesinin kabulü,
- Yıllık bütçenin onaylanması

şeklinde sayılabilecektir. Bu konuların genişletilmesi veya daraltılması tamamen tarafların arasındaki ilişkiye ve gerçekleştirdikleri müzakerelere göre değişmektedir¹⁴⁶⁷. Burada, bu düzenlemelerin, pay sahipleri sözleşmesi veya yatırım sözleşmesi gibi sözleşmelere ilaveten şirketin esas sözleşmesinde de yapılması gerektiğini ifade etmek gerekir. Aksi durumda bu düzenlemeler pay sahipleri

¹⁴⁶⁵ Fried/Bruton/Hisrich, agm, 495.

¹⁴⁶⁶ Fried/Bruton/Hisrich, agm, 496.

¹⁴⁶⁷ Esin, Birleşme ve Devralmalar, 318.

arasında bir borç doğuracak ancak korporatif anlamda şirket üzerinde herhangi bir etki doğurmayacaktır.

Bu durumda, girişim şirketleri bakımından yatırımcının bütün işlemlerin içerisinde olmadığı ve böylece şirketin günlük operasyonlarına katılmadığı, bununla birlikte şirkete ilişkin “önemli” olarak nitelendirilebilecek bir kısım kararlar bakımından ise veto hakkına sahip olduğu bir yönetim kurulu organizasyonu söz konusu olacaktır. Bu şekilde organize olmuş bir yönetim kurulunda, veto hakkını haiz bir yönetim kurulu üyesinin icracı üye olduğunu belirtmek gerekir. Bununla birlikte, girişim şirketlerinin yönetim kurullarının, bir kısım yönetim kurulu üyelerini icracı (*executive*), bir kısım yönetim kurulu üyelerini ise icracı olmayan (*non-executive*) şeklinde görevlendirmesi mümkündür. Bu durumda, (i) icracı ve her konuda yetkili girişimci üyeler, (ii) icracı ve belirli konularda veto hakkını haiz yatırımcı üyeler ve (iii) icrai yetkisi olmayan (*non-executive*) üyeler olmak üzere çok katmanlı bir yönetim kurulu yapısı ortaya çıkacaktır.

Genel kurul kısmında yapmış olduğumuz açıklamalara¹⁴⁶⁸ paralel olarak, girişim şirketinin yönetim kurulunda yapılmış olan düzenlemelerin de yönetim kurulunda bir kilitlenmeye yol açmaması gerekir. Burada, yatırımcı ve girişimci tarafından atanmış olan yönetim kurulu üyelerinin, inancılı yönetim kurulu üyesi olarak kendilerini atamış olan pay sahibi ile aralarındaki vekâlet benzeri sözleşmeye istinaden, pay sahibinin menfaatlerini gözetmek zorunda olduğunu ancak yönetim kurulu üyesi olduğu¹⁴⁶⁹ şirkete karşı da kanundan doğan özen ve sadakat borcunun bulunduğunu ifade etmek gerekir. Bununla birlikte, uygulamada atanmış olan yönetim kurulu üyesinin, atayan pay sahibinin temsilcisi olarak, onun talimatlarına göre hareket ettiği yaygın bir şekilde görülmektedir. Bu durum da kilitlenme olasılığını artırmaktadır.

Yönetim kurulu kararına ilişkin ağırlaştırılmış nisapların öngörülmesi ve yönetim kurulunda birbirinden farklı menfaat gruplarının bulunması durumunda, kilitlenme halinin yaşanması daha olasıdır. TTK m. 390/3 uyarınca yönetim kurulunda oyların eşit olması ve üst üste iki toplantıda karar alınamaması halinde söz

¹⁴⁶⁸ Üçüncü Bölüm. III.C.4.b. s. 335.

¹⁴⁶⁹ Kendigelen, İmtiyaz, 290.

konusu önerinin reddedilmiş sayılması kilitlenme bakımından getirilmiş bir hükümse de bahsettiğimiz durumda oyların eşit çıkması değil karar nisabının sağlanamaması söz konusu olmaktadır. Bu durumda, yönetim kurulu kararı alınması için gerekli olan oy nisabının sağlanamaması, TTK m. 390/3'e kıyası ile karar alınamaması halini değil, önerinin reddini ifade etmektedir. Bununla birlikte, yönetim kurulunun sürekli olarak böyle bir uyuşmazlık içerisine düşmesi her halükârda bir kilitlenme olarak tanımlanabilecektir. Bu durumda da hem esas sözleşmede hem pay sahipleri sözleşmesinde, yönetim kurulunda yaşanabilecek kilitlenme hallerine ilişkin olarak hukuki ve organizasyonel önlemlerin alınması gerekir. Yönetim kurulunda kilitlenmeye yol açan meselenin taraflarca ortak yetkilendirilmiş kişi veya kişiler tarafından çözülmesi¹⁴⁷⁰, yönetim kurulunda temsil edilen pay sahiplerinden birine diğer pay sahiplerinin paylarını satın alma veya kendi paylarını diğer pay sahipleri satma konusunda opsiyon hakkı sağlanması (*call option/put option*), bütün pay sahiplerinin paylarını üçüncü bir kişiye satışına ilişkin düzenlemeler kilitlenmeye karşı getirilebilecek hukuki çözüm yolları arasında sayılabilecektir¹⁴⁷¹.

Belirli pay gruplarının yönetim kurulunda temsili bahsinde, yönetim kurulu üyelerinin nitelikleri de kilitlenme sebebi olarak gösterilmektedir¹⁴⁷². Şirketin faaliyetleri ile ilgili eğitimi ve tecrübesi olmayan kişilerin yönetim kuruluna atanması bu riski artırmaktadır. Bununla birlikte, girişim sermayesi yatırımları bakımından bu riskin son derece düşük olduğunu belirtmek gerekir. Tüm çalışma boyunca da ifade ettiğimiz üzere, girişim sermayesi yatırımcısı girişim şirketine danışmanlık, yönetim, network gibi birçok hususta destek vermektedir. Yatırımcının menfaati de bu desteklerin verilmesi neticesinde şirketin başarılı olmasındadır. Ayrıca, esas sözleşmede yönetim kurulu üyeleri bakımından yapılacak nitelik belirlemeleri de bu riski önemli ölçüde ortadan kaldırmış olacaktır.

Türk girişim şirketleri bakımından yapmış olduğumuz inceleme neticesinde¹⁴⁷³, iki üyenin girişimci tarafından atandığı, bir üyenin ise yatırımcı tarafından atandığı,

¹⁴⁷⁰ Sevi, Kilitlenme, 358.

¹⁴⁷¹ Bu tür hükümler hakkında detaylı bilgi ve bunların Türk hukukunda uygulanabilirliği hakkında detaylı bilgi için bkz: Sevi, Kilitlenme, 257-380.; Okutan Nilsson, Pay Sahipleri Sözleşmeleri, 224-228.; Sulu, Kilitlenme, 224-276.

¹⁴⁷² Karasu, Temsil Edilme İmtiyazı, 33.; Sulu, Kilitlenme, 200-201.

¹⁴⁷³ Üçüncü Bölüm, III.B.5 s. 348.

üç üyeden oluşan bir yönetim kurulu yapısının girişim şirketleri bakımından ideal bir yapı olduğu kanaatindeyiz. Önerdiğimiz yönetim kurulu yapısı, girişim şirketleri bakımından esneklik yaratacağı gibi kurumsallaşma bakımından da fayda sağlayacaktır. Bu yapı sayesinde, şirketin günlük işleyişine ilişkin sorumluluk girişimci uhdesinde olacak ancak taraflarca önemli olarak nitelendirilecek olan iş ve işlemler bakımından yatırımcının olumlu oyu gerekli olacaktır. Yönetim kurulunda yer alan yatırımcı bu sayede hem kendi birikimini sağlayabilecek hem de şirket üzerinde denetim gerçekleştirebilecektir.

çç. Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun işleyişi

Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun işleyişi ile yönetim kurulunun temsil ve yönetim görevini yerine getirmesi ifade edilmektedir. Yönetim kurulu, yönetim ve temsil görevini doğrudan kendisi yerine getirebileceği gibi bu yetkisini kendi içinden bir veya birkaç üyeye veya üçüncü kişilere de devredebilecektir. Girişim şirketleri bakımından yaygın olarak, girişimcinin hem girişim şirketinin yönetiminde olduğunu, başka biri ifadeyle şirketin CEO'su olarak görev yaptığını, hem de yönetim kurulunda üye olarak görev yaptığını gözlemlemekteyiz. Çoğunlukla CEO pozisyonundaki girişimci şirketin en üst düzey yönetimini yerine getirmekte, yönetim kurulu ise münhasıran kendi uhdesinde tuttuğu üst düzey yetkileri kullanmakta ve ayrıca şirket yönetimi bakımından denetim görevini yerine getirmektedir.

Temsil hususunda ise tarafların bir ölçeklendirme yaparak, belirli bir ölçeğin üzerindeki hususları (belirli bir rakamın üzerindeki sözleşmeler ve taahhütler, dava açılması, sulh olunması vb.) yatırımcı temsilcisi ile girişimci temsilcisinin müşterek imzasına, bunun dışında kalan hususların ise girişimcinin imzasına bırakması hem uygulama bakımından kolaylık yaratacak hem de yatırımcının girişim şirketi üzerindeki denge ve denetleme görevini yerine getirmesini sağlayacaktır.

5. Türkiye’de kurulmuş olan girişim şirketlerinde yatırımcının yönetim kurulunda yer almasına ilişkin araştırma sonuçları

Girişim sermayesi yatırımlarının gerçekleşmesi akabinde şirketin yönetim yapısının nasıl oluştuğuna ilişkin olarak Türk girişim sermayesi ekosisteminde tespit edebildiğimiz herhangi bir çalışma ve veri bulunmamaktadır. Bu konuda halka açık veri ve yapılan çalışma son derece kısıtlıdır.

Girişim sermayesi yatırımcılarının, genellikle, girişim şirketinin yönetiminde gerçek kişileri görevlendiriyor olması, bu kişilerle ilgili ilk elden bilgi edinilmediği müddetçe, bu anlamda bir istatistik çalışması yapılmasını engellemektedir. Bununla birlikte, Türkiye’de faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırımcılarının açıklamış oldukları yatırım politikaları kapsamında yatırımlarına hem azlık pay sahibi olarak konumlandıkları hem de girişim şirketinin yönetimine asgari seviyede müdahale ettikleri ifade edilmektedir. Örneğin, KOBİ GSYO AŞ’nin internet sitesinde bu konuda “*Şirketimizin portföy yönetim tarzı, hiçbir suretle yatırım yaptığı şirketlerin günlük işlerine ve yönetimine karışmak değil; sahip olacağı bazı haklar ve tecrübesi sayesinde bu şirketlere yaşam eğrilerinin her aşamasında yol gösterici rol oynayarak büyümelerini sağlamaktır. Bu anlamda yatırım yapılan şirkete, kendi alanında uzman olan en az bir adet yönetim kurulu üyesi atanır. Şirket yönetim kurulu düzenli aralıklarla toplanır ve şirketle ilgili tüm yönetsel, finansal ve stratejik kararlar yönetim kurulu toplantılarında alınır.*” şeklinde bilgi verilmektedir¹⁴⁷⁴. Benzer şekilde, Hedef GSYO AŞ’nin internet sitesinde ise “*HEDEF Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin portföy yönetim tarzı, hiçbir suretle yatırım yaptığı şirketlerin günlük işlerine ve yönetimine karışmak değil; sahip olacağı bazı haklar ve tecrübesi sayesinde bu şirketlere yaşam eğrilerinin her aşamasında yol gösterici rol oynayarak büyümelerini sağlamaktır. Bu anlamda yatırım yapılan şirkette, duruma göre kendi alanında uzman olan yönetim kurulu üyesi atanabilir ya da yönetim kurulu toplantılarına temsilci gönderilebilir. Hangi metodun uygulanacağı pay sahipliği sözleşmesinde belirtilir. Şirket yönetim kurulu düzenli aralıklarla toplanır ve şirketle ilgili tüm yönetsel, finansal ve stratejik kararlar yönetim kurulu toplantılarında alınır.*” ifadelerine yer verilmektedir¹⁴⁷⁵.

Özellikle Türkiye’de istatistiki verilerin bulunmayışı bu konudaki analizlerin eksik olmasına yol açmaktadır. Bu eksikliğin giderilmesi maksadıyla, Türk girişim şirketlerinde yatırımcı ve girişimcinin yönetim kurulunun kompozisyonuna ilişkin tercihleri hakkında tarafımızca detaylı bir çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmada, Startup Watch¹⁴⁷⁶ tarafından sağlanan verilere istinaden¹⁴⁷⁷, merkezi Türkiye’de olan

¹⁴⁷⁴ <https://kobias.com.tr/yatirim-sonrasi-surec/> [14.11.2023 tarihinde erişilmiştir]

¹⁴⁷⁵ <https://hedefgirisim.com.tr/tr/yatirim-surecimiz> [14.11.2023 tarihinde erişilmiştir]

¹⁴⁷⁶ Girişim yatırımlarını ve girişimleri takip etmeyi sağlayan ücretli bir girişim analiz platformudur.

ve 2021, 2022, 2023 yılları içerisinde 4 milyon dolardan fazla yatırım alan girişim şirketleri örneklem olarak seçilmiştir.

Araştırmamız kapsamında, yukarıda belirtilmiş olan üç yıl içerisinde, 4 milyon dolar üzerinde yatırım almış olan 49 adet girişim şirketi tespit edilmiştir¹⁴⁷⁸. Bu şirketler hakkında MERSİS ve TTSG üzerinden yapılan sorgularla yönetim kurulu üyeleri tespit edilmiştir. Tespit edilen yönetim kurulu üyelerinin bir kısmının yatırımı yapan girişim sermayesi yatırımcısı veya melek yatırımcı olduğu görülmüştür. Diğer bir kısım yönetim kurulu üyesi ise yine Startup Watch sisteminde yatırımcı olarak tanımlanmış olan kişilerden olduğu görülmüştür. Diğer gerçek kişiler hakkında ise bunların yatırımcı ile bağlantısını bulmak amacıyla internet taraması yapılmıştır. Bahsi geçen internet taramasında, LinkedIn gibi sosyal medya uygulamaları ve yatırımcının kurumsal bilgi dokümanlarından faydalanılmıştır¹⁴⁷⁹. Bu şirketlerin yönetim kurulu üye sayısı ve bu şirketlerin yönetim kurullarının işleyişinde yatırımcı lehine düzenleme olup olmadığına ilişkin verilere de MERSİS ve TTSG kayıtları incelenerek ulaşılmıştır. Örneğin, bir şirketin yönetim kurulu kararları bakımından önemli kararlar olarak tasnif yapılmış ve bu kararlar için yatırımcı tarafından atanan yönetim kurulu üyesinin olumlu oy kullanması zorunlu ise, başka bir ifadeyle bu kararlar bakımından yatırımcının veto hakkı varsa, yönetim kurulu nisap düzenlemesi var kategorisine dâhil edilmiştir. Bu pay grubunun yatırımcıya ait olduğuna da yine şirketin belgelerinden ulaşılmıştır.

N.	Girişim	Girişim Şirketi Unvanı	Alınan Yatırım (Milyon USD)	Yatırım Sonrası Değerleme (Milyon USD)	YK Üye Sayısı	YK Nisap Düzenlemesi
1	Ödeal	Ödeal Ödeme Kuruluşu AŞ	6	80	5	yok
2	İkas	İkas Teknoloji AŞ	4,029	*	4	var
3	Spyke Games	Spyke Yazılım AŞ	50	*	3	var

¹⁴⁷⁷ İlgili verilere

https://startups.watch/investments?utf8=%E2%9C%93&country_id=1&commit=Search web sayfası üzerinden erişilmiştir. (e.t. 5 Ocak 2024).

¹⁴⁷⁸ Bu şirketlerin bir kısmı birden fazla yatırım almıştır.

¹⁴⁷⁹ Örneğin, örneklemde bahsi geçen şirketlerden biri olan Spyke Yazılım AŞ yönetim kurulu üyeleri arasında yer alan Philip Sanderson hakkında kamuya açık kaynaklardan yapılan araştırmada ilgili kişinin yatırımcılar arasında yer alan Griffin Gaming Partners'ın kurucularından biri olduğu tespit edilmiş ve bu kişinin yatırımcı adına şirketin yönetim kuruluna atandığı kabul edilmiştir.

4	n11.com	Doğuş Planet Elektronik Ticaret ve Bilişim Hizmetleri AŞ	50	150	3	yok
5	Param	Türk Elektronik Para AŞ	23,884	111,192	5	yok
6	Altınay Robot	Altınay Robot Teknolojileri Sanayi ve Ticaret AŞ	23,018	76,729	4	var
7	Modanisa	Modanisa Elektronik Mağazacılık ve Ticaret AŞ	20	*	4	var
8	Altınay Savunma	Altınay Savunma Teknolojileri AŞ	11,5	115	6	var
9	Figopara	Figo Ticari Bilgi ve Uygulama Platformu AŞ	11,293	43,446	7	var
10	TURK Finansman	Türk Finansman AŞ	11,093	51,647	5	yok
11	OPLOG	Oplog Operasyonel Lojistik AŞ	10,741	*	5	var
12	Procenne	Procenne Teknoloji AŞ	8,588	37,243	3	var
13	Fomo Games	Fomo Oyun Yazılım ve Pazarlama AŞ	5	50	3	yok
14	Barikat	Barikat İnternet Güvenliği Bilişim Ticaret AŞ	5	*	3	yok
15	Joygame	Joygame Oyun ve Teknoloji AŞ	4,832	*	3	yok
16	BiSu	Tektuş Sipariş Sistemleri Gıda Sanayi ve Ticaret AŞ	4,630	33,566	5	yok
17	Revel Games	Revel Oyun Yazılım ve Pazarlama AŞ	4,5	20	5	var
18	Trendyol	DSM Grup Danışmanlık İletişim ve Satış Ticaret AŞ	**	**	5	yok
19	Dream Games	Dream Games Teknoloji AŞ	***	***	4	yok
20	Libra Softworks	Libra Teknoloji AŞ	30	*	3	var
21	BluTV	Blutv İletişim ve Dijital Yayın Hizmetleri AŞ	20	57	3	yok
22	Akinon	Akinon İnternet Yatırım ve Proje Geliştirme AŞ	20	130	5	var
23	Etiya	Etiya Bilgi Teknolojileri Yazılım Sanayi ve Tic. AŞ	20	112,496	7	var
24	Servislet	Servislet Yazılım AŞ	12	*	4	yok
25	RS Research	RS Araştırma Eğitim Danışmanlık İlaç Sanayi Ticaret AŞ	12	*	5	var
26	Hadi	Hadi Yazılım ve	5,2	*	6	var

		Teknoloji AŞ					
27	Dgpays	Dgpays Bilişim Hizmetleri AŞ	5	*	7	yok	
28	Ace Games	Ace Academy Teknoloji AŞ	****	****	5	var	
29	ClickMe Live	Clickmelive Teknoloji AŞ	4,4	13,900	3	var	
*		Açıklanmamıştır.					
**		19 Mart 2021 tarihinde 9,350 Milyar USD değerleme üzerinden 350 Milyon USD 9 Ağustos 2021 tarihinde 16,5 Milyar USD değerleme üzerinden 1,5 Milyar USD; 26 Kasım 2021 tarihinde 16,392 Milyar USD üzerinden 64,588 Milyon USD olmak üzere 3 farklı yatırım almıştır.					
***		30 Haziran 2021 tarihinde 1 Milyar USD değerleme üzerinden 155 Milyon USD 21 Aralık 2021 tarihinde 2,75 Milyar USD üzerinden 255 Milyon USD olmak üzere 2 farklı yatırım almıştır.					
****		24,869 Milyon USD değerleme üzerinden 4,921 Milyon USD 135 Milyon USD değerleme üzerinden 25 Milyon USD					

Tablo 3.2. Yatırımcının Yönetim Kurulu Üyesi Olduğu Girişim Şirketleri

No	Girişim	Girişim Şirketi Unvanı	Alınan Yatırım (Milyon USD)	Yatırım Sonrası Değerleme (Milyon USD)
1	GetirFinans	Getir Teknolojik Hizmetler AŞ	50	*
2	RemPeople	Rem Araştırma Hizmetleri Bilişim Sanayi Ticaret AŞ	126	*
3	Fazla	Fazla Gıda AŞ	6	43
4	Inavitas	İnavitas Enerji AŞ	6	*
5	Büyütech	Büyütech Teknoloji Sanayi ve Ticaret AŞ	4,239	27,615
6	Passion Punch	Passion Punch Studio Tasarım ve Teknoloji AŞ	4	39
7	Pomega	Pomega Enerji Depolama Teknolojileri AŞ	23,018	*
8	Rubibrands	Rubibrands Elektronik Ticaret ve Bilişim Hizmetleri AŞ	23	*
9	Midas	Kognivia Yazılım AŞ - Midas Menkul Değerler AŞ	11	*
10	EasyCep	Easycep Bilişim ve Ticaret AŞ	11	100
11	Agave Games	Agave Games Bilişim Yazılım ve Pazarlama AŞ	6,903	26,902
12	Layer	Layer Teknoloji AŞ	5	*
13	BioTrend Energy	Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları AŞ	20	*

14	Binbin	Bin Ulaşım ve Akıllı Şehir Teknolojileri AŞ	11,062	100,569
15	Martı	Martı İleri Teknoloji AŞ	10	100
16	Tarfin	Tarfin Tarım A.Ş.	8	*
17	Yolda.com	Yolda Lojistik ve Teknoloji Servisleri AŞ	5	*
18	Brew Games	Brew Oyun Yazılım ve Pazarlama AŞ	4	*
19	Metatime	Metatime Teknoloji AŞ	11	*
20	Manc	Manc Teknoloji Oyun Yazılımları Geliştirme ve Yatırım AŞ	50	*

Tablo 3.3.Yatırımcının Yönetim Kurulu Üyesi Olmadığı Girişim Şirketleri

2020-2023 yılı arasındaki üç yıllık süreçte, 4 milyon dolar üzerinde yatırım alan 49 adet girişim şirketi üzerinde yaptığımız araştırma çerçevesinde, bu şirketlerin 29 tanesinde yatırımcının yatırım sonrasında girişim şirketinin yönetim kurulunda yer aldığı, 20 girişim şirketinde ise yer almadığı tespit edilmiştir. Bu durumda, girişim sermayesi yatırımcısının yaklaşık %60'ının girişim sermayesi yatırımlarından sonra girişim şirketinin yönetim kurulunda yer aldığı görülmektedir.

Yukarıda açıklanmış olan çalışma neticesinde, yatırımcının bu konudaki davranışının ekonomik analizini yapmak mümkün olmamaktadır. Yapılan yatırımın girişim şirketinin yatırım sonrası değerine oranı, başka bir ifadeyle yatırımcının girişim şirketinde elde ettiği pay sahipliği oranı burada önemli bir kriter olarak değerlendirilebilecektir¹⁴⁸⁰. Yukarıdaki tabloda görüleceği üzere, bu konuda istikrarlı bir yaklaşım bulunmamakla beraber, şirket değerinin % 15'i ve üzerinde yapılan yatırımların önemli bir çoğunluğunda yatırımcı girişim şirketinin yönetim kurulunda temsil edilmiştir. Bu durumda, yatırımcının yatırım kültürü, girişim şirketinin faaliyet alanı ve yatırım almış olduğu aşama gibi etkenlere ilaveten yapılan yatırımın şirket değeri içerisindeki yüzdesi de yatırımcının girişim şirketinin yönetim kurulunda temsil edilmesine ilişkin oranı istatistiksel olarak artırmaktadır.

Türk girişim şirketleri bakımından incelediğimiz bir diğer husus ise yönetim kurulundaki nisap düzenlemeleri ve yönetim kurulunun işleyişidir. Yukarıda¹⁴⁸¹

¹⁴⁸⁰ Bu konuda karşılaştırma yapabilecek başka bir veri bulunmadığı için bu önerme sadece bu çalışma kapsamında tespit ettiğimiz genel bir eğilimi yansıtmaktadır.

¹⁴⁸¹ Üçüncü Bölüm, III.B.3.b.bb Girişim Şirketlerinde Yönetim Kurulunun Organizasyonu

detaylı olarak incelediğimiz üzere, yatırımcının girişim şirketi yönetim kurulunda temsil edilmesi menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından tek başına yeterli değildir. TTK m. 390/1 uyarınca, esas sözleşmede aksine ağırlaştırıcı bir düzenleme bulunmuyorsa, yönetim kurulu üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanır ve kararlar toplantıya katılan üyelerin çoğunluğu ile alınır. Bu bakımdan, çeşitli yönetim kurulu kararlarının belirlenerek bu kararlar bakımından yatırımcıya bir veto hakkının tanınması gerekli olabilecektir.

Yukarıda açıklamış olduğumuz ve yatırımcının yönetim kurulunda temsil edildiği 29 adet girişim şirketinin 17'sinin esas sözleşmesinde yatırımcının yönetim kurulu kararlarına etki etmesini sağlayacak düzenlemeler bulunmaktadır. Birbirinden farklı içerikte olan bu düzenlemelerde genellikle yatırımcı tarafından atanan yönetim kurulu üyesinin veto hakkı yer almaktadır. Bununla birlikte, kimi esas sözleşme düzenlemelerinde yatırımcı tarafından atanan yönetim kurulu üyesinin olumlu oyu değil toplantıda hazır bulunması aranmıştır.

Bu bağlamda, örnek olması açısından bir girişim şirketinin esas sözleşmesi incelenmiştir. Şirket esas sözleşmesi gerçekleştirilen yatırım turuyla birlikte, yatırımcıları temsil eden B Grubu pay sahipleri tarafından atanmış olan yönetim kurulu üyesine şirketin önemli olarak nitelendirilebilecek ve kapsamı son derece geniş olan kararları üzerinde veto hakkı tanınmıştır¹⁴⁸². Bu veto hakkının girişimci ile

¹⁴⁸² Şirket Esas Sözleşmesi'nin "Yönetim Kurulu Teşekkülü, Toplantı ve Karar Nisapları" başlıklı maddesi aşağıdaki şekildedir.

"Şirket'in yönetim kurulu ("Yönetim Kurulu"), (i) A1 Grubu Çoğunluğu tarafından aday gösterilen kişiler arasından seçilecek 3 (üç) üye ("A1 Grubu Üye(ler)"), (ii) B Grubu Çoğunluğu tarafından aday gösterilen kişiler arasından seçilecek 1 (bir) üyeden ("B Grubu Üye") oluşan en az 3 en çok 4 üyeden oluşur. [...]"

Aşağıda tanımlanan Önemli Yönetim Kurulu Kararları'na ilişkin nisap düzenlemelerine halel getirmeksizin, Yönetim Kurulu'nun toplantı ve karar nisaplara TTK hükümlerine tabi olacaktır.

B Grubu Üye'nin atanmış olması halinde, aşağıdaki hususlara ("Önemli Yönetim Kurulu Kararları") ilişkin bir karar alınabilmesi için ilgili yönetim kurulu toplantısında, B Grubu Üye'nin olumlu oy kullanması şartı ile, Yönetim Kurulu üyelerinin çoğunluğunun toplantıda hazır bulunması ve yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun olumlu oyu aranır:

- *Şirket pay sahipleri de dahil olmak üzere herhangi bir kişiye ödünç para vermek ve herhangi bir kişiden borç almak, veya şirket pay sahipleri de dahil olmak üzere herhangi bir kişi lehine kefil, garantör olarak hareket etmek veya herhangi bir teminat sağlamak;*
- *Şirketin payları veya varlıkları üzerinde herhangi bir rehin, takyidat veya teminat oluşturmak, bunları onaylamak veya yetkilendirmek,*
- *Muhasebe politikasında değişiklik yapılması,*
- *Yıllık iş planının ve yıllık bütçenin onaylanması ve onaylanan iş planında değişiklik yapılması,*

yatırımcı arasındaki menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından önemli olduğu değerlendirilmekle birlikte veto hakkının kapsamının genişlemesi, şirket yönetim kurulunda kilitlenme yaşanma ihtimalini artırmaktadır.

-
- Şirketin yönetim kurulu tarafından onaylanan yıllık bütçe, iş planı ve yatırım politikasından herhangi biri ile uyumlu olanlar hariç olmak üzere, 200.000 Amerikan Doları'nı aşan tutarlarda yatırım yapılması veya sözleşme imzalanması,
 - Şirketin yönetim kurulu tarafından onaylanan yıllık bütçe ve iş planından herhangi birinde yer alanlar hariç olmak üzere, 1 yıllık bir dönem içerisinde, tek bir işlemde ya da birden fazla bağlantılı işlemler serisi neticesinde toplam 200.000 Amerikan Doları'ndan fazla harcama gerektiren önemli sözleşmeler akdedilmesi, şirketin önemli varlıklarının satılması, kiralınması veya devri,
 - Şirketin yönetim kurulu tarafından onaylanan yıllık bütçe ve iş planından herhangi birinde yer alanlar hariç olmak üzere, 1 yıllık bir dönem içerisinde, tek bir işlemde ya da birden fazla bağlantılı işlemler serisi neticesinde, 10.000 Amerikan Doları'nı aşan herhangi bir ilişkili taraf işlemi yapılması,
 - 200.000 Amerikan Doları veya bunun herhangi bir para birimindeki karşılığını aşan herhangi bir borç alma veya borç verme işlemleri,
 - Demek ve vakıflar lehine yapılanlar da dahil olmak üzere üçüncü kişilere bağış yapılması,
 - Çalışanların pay edinim programı kapsamındaki opsiyon havuzuna ilişkin kararlar ve bu opsiyonların tahsis ve dağıtımına ilişkin politikalarının belirlenmesi,
 - Şirketin herhangi başka bir şirketin payını iktisap etmesi, iştirak veya şube kurulması, başka bir şirket ile ortak girişim (joint venture) kurulması; veya şirketin iştiraklerindeki payların devredilmesi,
 - Herhangi bir şirket payının devrinin ve/veya şirketin pay sahipliği yapısında meydana gelen herhangi bir değişikliğin onaylanması,
 - Herhangi bir fikri mülkiyet hakkının satılması, münhasıran lisanslanması veya üzerinde münhasır kullanım hakkı tesis edilmesi veya sair bir yol ile elden çıkarılması; veya herhangi bir fikri mülkiyet hakkının şirket adına tescil edilmesi; bu hususlara ilişkin herhangi bir anlaşma yapılması veya bunlara ilişkin herhangi bir taahhüt altına girilmesi; şirketin olağan faaliyetleri haricinde herhangi bir fikri mülkiyet hakkının lisanslanması,
 - Şirket alacaklarına istinaden borçluların ibra edilmesi, şirketin herhangi bir alacağından feragat edilmesi veya şirketin üçüncü kişilere borçlu veya onlardan alacaklı olduğu herhangi bir tutara ilişkin sulh olunması,
 - 10.000 Amerikan Doları'nı aşan uyuşmazlık konularına ilişkin hukuki aksiyon başlatmak veya bu konularda sulh olmak,
 - Al grubu pay sahiplerine ilişkin olanlar hariç olmak üzere, şirketin imza yetkililerine ilişkin karar alınması, yönetim kurulu iç yönergeleri çıkarılması ve bunların tadili, herhangi bir kişiye şirket adına imza atma yetkisi verilmesi,
 - Şirketin olağan işleri çerçevesinde başlatacağı icra takipleri, alacaklarının tahsili için başlatacağı davalar ve olağan iş uyuşmazlıkları davaları dışında herhangi bir icra dairesi, mahkeme veya hakem nezdinde dava açılması, suç duyurusunda bulunulması; herhangi bir resmi makam kararına veya bildirimine itiraz edilmesi; veya herhangi bir uyuşmazlığa ilişkin olarak sulh olunması,
 - Şirketin İcra Komitesi Başkanı (CEO), Mali İşler Direktörü (CFO), Teknik İşler Direktörü (CTO), Operasyon Direktörü (COO), Pazarlama Direktörü (CMO), Genel Müdürü (GM) veya benzeri pozisyonlara atama, görevden alma veya bu pozisyonların atanma koşullarındaki herhangi bir değişiklik de dahil olmak üzere, toplam menfaatlerde
 - %25'ten fazla bir değişikliğe neden olan değişiklikler,
 - Şirketin toplam maaş ve ücretlerini, üç aylık bir dönemde %20'den fazla değiştirecek herhangi bir işe alma, işten çıkarma ve tazminat değişikliği planı,
 - Yönetim kurulu iç yönergelerinin tadili, değiştirilmesi veya iptal edilmesi,
 - Muhasebeci, yeminli mali müşavir, serbest muhasebeci mali müşavir ve bağımsız denetçi(ler)i atamak, değiştirmek veya görevden almak, ve
- Gölge pay opsiyonu verilmesi."

Aynı şirketin esas sözleşmesinin muhtelif hükümlerinde, yatırımcı(lar) lehine başka düzenlemelerin de yapıldığı görülmektedir. Bu kapsamda, yatırımcı lehine genel kurul nisaplarının değiştirilmesi ve yatırımcının olumlu oyu olmaksızın bir kısım genel kurul kararlarının alınamamasına¹⁴⁸³ ilişkin düzenlemeler, tasfiye payı imtiyazına ilişkin düzenlemeler ve bilgi alma hakkına ilişkin çeşitli düzenlemeler yer almaktadır. Bütün bu düzenlemelerin etkinliği ve ihtiva ettiği riskler bakımından bu çalışmanın Üçüncü Bölüm, III.B.3.b.bb 3.Girişim Şirketlerinde Yönetim Kurulunun Organizasyonu kısmına atıf yapmakla yetiniyoruz.

¹⁴⁸³ *Şirket Esas Sözleşmesi'nin Genel Kurul* başlıklı maddesinin ilgili bölümleri aşağıdaki şekildedir. Aşağıda tanımlanan Önemli Genel Kurul Kararları'na ilişkin nisap düzenlemelerine ve TTK'da öngörülen daha yüksek nisaplara halel getirmeksizin, genel kurul toplantı ve karar nisaplara, şirketin sermayesini temsil eden payların toplamının %50'sinden fazlasıdır. TTK'da öngörülen daha yüksek nisaplara halel getirmeksizin, aşağıdaki hususlara ilişkin bir genel kurul kararı ("Önemli Genel Kurul Kararları") alınabilmesi için, her halükârda C1 grubu payların çoğunluğuna sahip olan pay sahiplerinin ("C1 Grubu Çoğunluğu") olumlu oyunu da içerecek şekilde şirketin B grubu, C1 grubu ve C2 grubu paylarının toplamının %50'sinden fazlasına sahip pay sahiplerinin toplantıya katılması ve olumlu oy kullanması şartıyla, şirket pay sahiplerinin çoğunluğunun toplantıda hazır bulunması ve hazır bulunan pay sahiplerinin çoğunluğunun olumlu oy kullanması gerekmektedir:

- a) Şirket merkezinin Türkiye Cumhuriyeti sınırları dışında bir yer olarak değiştirilmesi,
- b) Şirket unvanının değiştirilmesi,
- c) Yönetim kurulunun veya (mevcut ise) denetim kurulunun yapısında herhangi bir değişiklik yapılması,
- d) Şirket'in mevcut iş ve faaliyet alanının terk edilmesi veya önemli ölçüde değiştirilmesi,
- e) Şirketin esas sözleşmesinde herhangi bir değişiklik yapılması,
- f) Şirketin en son sermaye finansmanı turundaki pay başına düşen fiyattan daha düşük bir değerde pay ihraç edilmesi,
- g) Şirketin fikri mülkiyet hakları da dahil olmak üzere, şirketin iş ve faaliyetleri için gerekli olan varlıklarının tamamının veya önemli bir kısmının satışı, devri, üzerlerinde aynı hak oluşturulması veya bunları başka herhangi bir şekilde elden çıkarılması,
- h) Şirketin herhangi bir yönetim kurulu üyesine, Türkiye Cumhuriyeti'nde belirlenen asgari ücretin 15 katından daha yüksek olacak şekilde ücret veya huzur hakkı ödenmesine karar verilmesi,
- i) Şirketin yönetim kurulu üyelerine TTK madde 395 ve/veya madde 396 kapsamında işlem yapmaları için izin verilmesi,
- j) Birleşme, bölünme, devralma ve tür değişikliği işlemleri,
- k) Temettü dağıtılması,
- l) Şirketin kendi paylarına iktisap etmesi,

Halka arz, ve tasfiye, iflas ve konkordatoya ilişkin kararlar,

SONUÇ

- 1- İnovasyon; toplumsal gelişme, ekonomik ilerleme, istihdam yaratılması, refah yaratılması bakımından en önemli kavramlar arasında yer almaktadır. Girişimcilik ise inovasyonun ticarileşmesi bakımından hayati önemdedir. Bu çerçevede, inovasyon ve girişimcilik, birbirlerini tamamlayan bütünleyici iki kavram olarak karşımıza çıkmaktadır.
- 2- Girişimcilik, ülkemiz için temel kalkınma araçlarından biridir. Girişimciliğin temel unsuru ise girişim şirkettir. Girişim şirketi; ölçek, amaçlar, kurucular, faaliyet gösterilen sektör ve kullanılan teknolojiler gibi birçok açıdan mevcut küçük işletmelerden veya yeni işletmelerden ayrılmaktadır. Girişim Şirketi, teknoloji odaklı olan ve yüksek büyüme potansiyeli olan şirketi ifade etmektedir.
- 3- Hukukun ekonomik analizi perspektifinden yapılacak bir değerlendirmede, Türk hukuku bakımından girişimcilere özgü yeniş bir şirket türüne ihtiyaç bulunmadığı kanaatindeyiz. Bu yönde yapılacak bir düzenleme, girişim şirketleri bakımından bir itibar kaybına ve yüksek işlem maliyetine sebep olacaktır.
- 4- Girişim şirketleri için TTK'ya da şamil olacak şekilde, girişim şirketlerinin daha kolay kurulması, daha esnek düzenlemeler çerçevesinde faaliyette bulunması, paya dönüştürülebilir tahviller bakımından daha uygun bir hukuki düzene kavuşması gibi düzenlemeleri içeren bir girişimcilik kanunu çıkarılmasının uygun olacağı kanaatindeyiz.
- 5- TTK'da yer alan kurallar açısından ise, anonim şirket veya limited şirketin sermaye tutarı değiştirilmeksizin, sermaye ödenmesine ilişkin olarak TTK m. 344/1'de düzenlenmiş olan %25'lik ilk taksitin azaltılması ve 24 aylık azami ödeme vadesinin uzatılması girişimciler bakımından önemli bir rahatlama sağlayacaktır. Ayrıca, şirket kuruluşunda alınan Rekabet Kurumu payının alınmamasının düzenlenmesi, özellikle anonim şirketler bakımından zorunlu olan bir kısım defterlere ilişkin zorunluluğun kaldırılması ve şirket faaliyetlerine ilişkin bürokrasinin azaltılması faydalı olacaktır.

- 6- Girişim şirketleri ve girişimcilik için finansman temel sorunlardan birini teşkil etmektedir. Girişimciliğin yüksek büyüme potansiyeli ve yüksek riskli yapısı girişimcilik finansmanı olarak isimlendirilebilecek nevi şahsına münhasır bir alan yaratmıştır. Bu çerçevede, geleneksel finansman yöntemlerindeki sözleşme tipleri, hukuki ilişkiler ve hukuki kurumlar girişimciliğin finansmanı bakımından geçerliliğini yitirmekte ve yerini yenilikçi hukuk kurumlarına bırakmaktadır. Girişimciliğin finansmanı geleneksel finansmandaki teminat, borçlanma ve geri ödeme gibi kavramların yerine pay devri ve ortaklık hakları tanınmasına dayanır. Bu açıdan, girişimciliğin finansmanında merkez kavram borçlanma değil ortaklıktır.
- 7- Girişim Şirketi, yaşam döngüsünün her döneminde finansmana ihtiyaç duyar. Şirketin yaşam döngüsünün ilerlemesiyle birlikte başvuru finans kaynakları da önemli ölçüde değişir. Girişimciliğin finansmanında kişisel kaynaklar, aile ve arkadaşlar, borçlanma, banka kredileri gibi geleneksel finansman yöntemleri hâlâ geçerliliğini korumaktadır. Bununla beraber, girişim sermayesi, kitle fonlaması, melek yatırımcılık gibi geleneksel olmayan finansman kaynakları ise dikkate değer bir biçimde yaygınlaşmaktadır.
- 8- Kitle fonlaması, geleneksel olmayan ancak biçimsel bir finansman yöntemidir. Kitle fonlaması, geleneksel yöntemlerle finansmana erişemeyen girişimcilere finansman sağlamasının yanı sıra diğer yöntemlerle yatırım yapmaya yeterli birikimi olmayan kişilere de yatırım yapma fırsatı sağlamaktadır.
- 9- Hem Dünya'daki hem de Türkiye'deki gelişmeler, kitle fonlamasının giderek artan bir dikkat çektiğini ve istikrarlı bir şekilde büyüdüğünü açık bir biçimde göstermektedir. Kitle fonlamayı, inovasyonun fonlanması bakımından istisnai kılan hususlardan en önemlisi kitle fonlamasının girişimciliği ve girişimciliğe yapılan yatırımı demokratikleştirmesidir.
- 10- Teknokentler, kuluçka merkezleri, hızlandırıcılar ve kamu teşvikleri kamunun girişimciliği finanse etmek açısından kullandığı araçlar arasındadır. Teknokentler bunların arasında öne çıkan, girişimciler açısından çatı, girişimcilik bakımından ise katalizör etkisi gösteren çok önemli yapılardır.
- 11- Girişimcilik, devletler tarafından doğrudan veya dolaylı olarak finanse edilmektedir ve bütün dünyada devlet destekleri girişimciliğin finansmanının

önemli bir unsuru haline gelmiştir. Girişimciliğin geliştirilmesi açısından devletin aktif desteği kadar uygun bir girişimcilik ortamı oluşturması da büyük önem arz etmektedir.

- 12- Gölge pay uygulamasını bir girişimciliğin finansmanı yöntemi olarak tanımlamak mümkündür. Gölge pay ile girişimcinin ihtiyaç duyduğu nitelikli iş gücünü girişim şirketine ortak etmesinin doğurduğu dezavantajlar ortadan kaldırılmaktadır. Gölge pay ile çalışan girişim şirketinde bir pay elde etmemekte, bu paya endeksli bir gelecek menfaat elde etmektedir. Bu yönüyle girişimci, girişim şirketinin gelecekteki değeri karşısında nitelikli iş gücüne ulaşma imkânını yakalamaktadır.
- 13- Girişim sermayesi neredeyse dünyanın her yerinde uygulaması olan, yerel mevzuat kapsamına alınmış ve ülkelerin ekonomileri bakımından hayati derecede önemli hale gelmiş olan bir girişimciliğin finansman yöntemidir. Özellikle finans ve bankacılık krizleri ile birlikte ortaya çıkan kredi sorunları gibi sebeplerle girişim sermayesi bir sektör olarak büyümesini ve gelişimini hızlı bir şekilde devam ettirmektedir.
- 14- Girişim sermayesi sektörü genellikle yüksek teknoloji içeren ve hatta son dönemlerde yazılım yoğun ürünlere sahip şirketlere yatırım yapmaktadırlar. Bunun temel sebebi olarak, girişim sermayesi şirketinin yatırımdan çıkış olanakları ve yüksek teknoloji sektörlerinin sağladığı yüksek kâr ihtimali gösterilebilir. Girişim sermayesi, içerdiği süreçler bakımından diğer finansman yöntemlerine göre daha pahalıdır. Bu durum da girişim sermayesi şirketlerini ancak yüksek kâr getirisi olan ve yatırımdan çıkış şansı daha yüksek olan şirketlere yönlendirmektedir.
- 15- Girişim sermayesinin ülkeler ve girişimler için çok büyük faydaları bulunmaktadır. Girişim sermayeleri ülke ekonomileri açısından, istihdamın artırılması, global ekonomik büyüme, endüstriyel inovasyonun artırılması gibi birçok makro ekonomik fayda yaratmaktadır. Girişim sermayesini diğer finansman yöntemlerinden ayıran ve girişim sermayesi yatırımı alan şirketler bakımından ortaya çıkan avantajlar arasında ise finansman sağlanmasına ilave olarak yönetim ve danışmanlık desteğinin sağlanması, ihracat etkinliğinin

artırılması, şirketin itibar ve uluslararası nitelik kazanması, yeni yatırımlar bakımından sertifikasyon etkisi sağlaması sayılabilecektir.

- 16- Girişim sermayesi yatırımları, yatırım yapılan şirketin ekonomik durumuna göre tasnif edilmekte ve bu tasnif çerçevesinde yapılan yatırımlar finansal ve hukuki olarak birbirinden farklı özellikler göstermektedir.
- 17- Girişim sermayesinin işleyişi veya uluslararası literatürde girişim sermayesi döngüsü (*venture capital cycle*) olarak isimlendirilen süreci; (i) fon toplanması, (ii) yatırım, (iii) yönetim, gözetim ve değer katma, (iv) çıkış olarak dörde ayırmak mümkündür. Girişim sermayesi sistemi, girişim sermayesi kuruluşunun girişim şirketine yatırım yapması, bu yatırım sonrasında girişim şirketini büyütmesi ve en uygun zamanda bu girişim şirketinden çıkarak yatırımını azami ölçüde geri alması üzerine kuruludur.
- 18- Türk hukukunda girişim sermayesi; SPKn, GSYF Tebliği ve GSYO Tebliği ile detaylı olarak düzenlenmektedir. Hem GSYF’ler hem de GSYO’lar önemli vergisel avantajlara tabi tutulan ve kamu tarafından girişimciliğin finansmanı açısından teşvik edilen kurumlardır.
- 19- KOBİ Borsası olarak tanımlanan borsalar hakkında yapılan düzenlemeler çerçevesinde, sermaye piyasalarında hâkim olan karmaşık ve masraflı mevzuatın özellikle girişim şirketleri ve KOBİ’ler üzerinde yarattığı olumsuz etkinin azaltılmaya çalışılması ve girişimcilerin ve KOBİ’lerin sermaye piyasalarına erişiminin kolaylaştırılması amaçlanmaktadır. Bu çerçevede, dünyanın birçok gelişmiş ekonomisinde girişim şirketleri ve KOBİ’ler için kurulmuş olan özel borsalar bulunmaktadır.
- 20- 2023 yılında GSP Tebliği ile finansman arayan ancak halka arz için yeterli olmayan ortaklıkların finansman bulması ve bu süreçte halka arz için hazırlanması amaçlanmaktadır. KOBİ’lerin ve girişim şirketlerinin sermaye piyasalarına erişimi, girişimciliğin ekonomik büyüme açısından kritik öneme sahip olduğu dikkate alındığında, GSP Tebliği, girişimcilik açısından önemli bir gelişmedir. Bununla birlikte, Türk sermaye piyasalarının yaşamış olduğu ve “olumsuz” olarak nitelendirilebilecek Gelişen İşletmeler Pazarı deneyiminin bundan sonraki bütün düzenlemeler bakımından dikkate alınması faydalı olacaktır.

- 21- Girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışması girişimciliğın finansmanı bakımından en önemli sorunlar arasındadır. Menfaat çatışmasını açıklamaya çalışan teori, modern işletme bilimini çok yakından etkilemiş, özellikle davranışsal ekonomi alanında çalışan ekonomistlerin üzerinde yoğunlaştığı bir alan haline gelmiştir. Bununla birlikte, Türk hukukunda bu konudaki çalışmalar çok sınırlı olmuştur. Türk hukuk öğretisinde menfaat çatışması ile ilgili olarak kaleme alınan sınırlı sayıdaki eserde, vekâlet teorisinin hukuki anlamda vekâlet ilişkisine işaret etmediği daha ziyade ekonomi kaynaklı bir ilişkiyi tanımladığını ifade edilmektedir. Girişimciliğın finansmanı hususunun menfaat çatışmaları perspektifinden incelenmesi ve bu konuda çalışmaların yapılması girişim ekosisteminin başarısı bakımından son derece önemlidir.
- 22- Girişimcilik bakımından söz konusu olabilecek temel menfaat çatışmaları azlık pay sahipleri ve çoğunluk pay sahipleri arasındaki menfaat çatışması ile şirket yöneticileri ve pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmalarıdır.
- 23- şirket yönetimi ile pay sahipleri arasındaki veya şirket pay sahipleri arasındaki menfaat çatışmaları şirketin değerini ve ticari faaliyetlerini yakından etkilemektedir. şirket içerisindeki menfaat çatışmasının yönetilmesi, şirketin uzun ömürlü olması, gelişmesi ve bütün menfaat sahiplerinin menfaatlerinin korunması bakımından kritik önemdedir.
- 24- Bir ülkedeki şirketler hukuku ve kurumsal yönetim sistemi, en yaygın olan menfaat çatışmasına bir cevap olarak gelişmiştir. şirketlerin dağınık pay sahipliği yapısına sahip olduğu ülkelerde şirketler hukuku, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki menfaat çatışmalarını azaltmayı amaçlar ve bu sorunları daha baskın bir şekilde ele alır, oysa yoğunlaşmış pay sahipliği yaygınsa, hukuk sisteminin çoğunluk ve azınlık arasındaki menfaat çatışmalarını ağırlıklı olarak ele alma olasılığı daha yüksektir.
- 25- Tipik bir vekâlet teorisi uygulamasında, girişimcinin girişim şirketini kurmuş ve yatırım aşamasına getirmiş olan taraf olması dolayısıyla girişim şirketi hakkında daha fazla bilgi sahibi olduğu dikkate alındığında, girişimci ile yatırımcı arasındaki hem yatırım öncesi hem de yatırım sonrası ilişkide yatırımcı asıl; girişimci ise vekil konumundadır.

- 26- Girişim sermayesi yatırımlarında, yatırım öncesi dönemde ortaya çıkan en temel problem taraflar arasındaki asimetrik bilgidir. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin bu dönemde en yüksek seviyede olduğunu söylemek mümkündür. Bu dönem, girişimcinin girişim şirketi ile ilgili bütün bilgilere sahip olduğu ancak (potansiyel) yatırımcının sadece yaptırdığı incelemeler çerçevesinde ve girişimci tarafından beyan edildiği kadar bilgi sahip olduğu bir dönemdir. Yatırım öncesinde ortaya çıkan menfaat çatışması, yatırım işleminin maliyetini artıran veya azaltan bir etki göstermektedir.
- 27- Girişim sermayesi yatırımının yapılmasından sonra ortaya çıkan menfaat çatışması etkisi ve şiddeti bakımından üst seviyededir. Girişim sermayesi yatırımı sonrasındaki süreçte girişim şirketi hem azlıkla çoğunluk pay sahibi arasındaki (yatay) menfaat çatışmasına hem de pay sahipleri ile yönetim arasındaki (dikey) menfaat çatışmasına konu olur.
- 28- Girişimci ile yatırımcı arasındaki ilişkide pay sahiplerinin menfaatleri ve ortaklık motivasyonları birbirinden farklıdır. Girişim sermayesi sisteminde yatırımcının temel amacı, girişim şirketinden en optimal sürede çıkış yaparak yapmış olduğu yatırımı en hızlı ve makul süre içerisinde geri almaktır. Girişimci bakımından ortaklıktaki en temel amaç ise girişim şirketini büyütmek ve uzun vadede kâr elde etmektir. Burada, girişim şirketinde kısa vadeli ve uzun vadeli getiri beklentileri arasındaki farklılaşma söz konusudur. Pay sahipleri arasındaki bu menfaat uyumsuzluğunun seviyesi, girişim şirketi bakımından söz konusu olan ortak amaç veya 'affectio societatis' unsurunu zayıflatmaktadır.
- 29- Girişimci ile yatırımcı arasındaki iyi ilişki, girişim şirketi bakımından gerçekleştirilen yatırımdan daha önemlidir ve girişim şirketinin başarısı bakımından bir koşul teşkil etmektedir.
- 30- Uluslararası literatürde girişimcinin korunmasına yönelik olarak yapılan çalışmalar, genellikle yatırımcı menfaatlerini, yatırımcının ekonomik olarak güçlü pozisyonu dolayısıyla, göz ardı etmektedir. Bununla birlikte, girişimci ile birlikte yatırımcının korunmasına ilişkin sistemin kurulamaması ülkedeki yatırım iştahını azaltarak bütün taraflar bakımından olumsuz sonuçlar doğuracaktır.

- 31- Türk hukuk sisteminin emredici düzenlemeleri girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasını önlemeye yeterli değildir. Girişim sermayesi yatırımlarında, girişimci ve yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetimi ancak önceden ve doğru bir şekilde müzakere edilmiş sözleşmelerle mümkün olabilecektir.
- 32- Girişim sermayesi yatırımları bakımından, menfaat çatışmasının yönetilmesi amacıyla matuf olan sözleşmeler (i) yatırımcının girişim şirketine pay elde edilmesini sağlayan iştirak ve/veya pay devir sözleşmeleri, (ii) yatırım sonrası süreçte girişim şirketinin yönetimine ilişkin olan pay sahipleri (hissedarlar) sözleşmeleri ve (iii) girişim ekosisteminde yaygın olarak kullanılan ve borç sermaye karması olarak isimlendirilen sözleşme türleridir.
- 33- Pay devir ve iştirak sözleşmelerinde yer verilen beyan ve tekeffül hükümleri, gerçekleştirilen incelemeler ve yapılan araştırmalar neticesinde taraflar arasında giderilmesi mümkün olmayan bilgi asimetrisinin ve dolayısıyla girişimci ile yatırımcı arasında yatırım işleminden önce söz konusu olan menfaat çatışmasının yönetilmesine olanak sağlamaktadır.
- 34- Pay sahipleri sözleşmesi, şirketler hukukunun ve kurumsal yönetimin borçlar hukuku alanındaki temel enstrümanlarından biridir. Pay sahipleri sözleşmesi, girişim şirketleri özelinde ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından yaygın olarak kullanılmaktadır. İlaveten, pay sahipleri sözleşmesi girişim şirketleri bakımından bir sözleşmesel kurumsal yönetim sistemi kurulmasını mümkün kılmaktadır. Pay sahipleri sözleşmesi ayrıca, girişimci ile yatırımcı arasında olduğunu düşündüğümüz zayıflatılmış affectio societatis unsurunun da güçlendirilmesine katkı sağlayacaktır. Bu bakımdan, hem dikey hem de yatay menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından en uygun yöntem doğru hazırlanmış ve müzakere edilmiş bir pay sahipleri sözleşmesi olduğu kanaatindeyiz.
- 35- Pay sahipleri sözleşmelerinde girişimciliğin finansmanına özgü ve girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmalarının yönetilmesine ilişkin bir kısım düzenlemeler yer almaktadır. Bu düzenlemelerin Türk hukuku bakımından geçerliliğinin dikkatle incelenmesi gerekir.

- 36- Girişim şirketlerinin finansmanına ilişkin sözleşmelerde yer alan paraya çevirme imtiyazının tasfiye payına ilişkin kısmının hukuki geçerliliği ve bu hakkın esas sözleşmede düzenlenerek imtiyazlı bir hak haline getirilmesi imkânı hakkında herhangi bir tereddüt bulunmamaktadır. Paraya çevirme imtiyazında, yatırımcının çıkış hakkı olarak düzenlenen hususlar olan halka arz, birleşme veya pay satışı gibi durumların ise sözleşme özgürlüğü çerçevesinde borçlar hukuku rejiminde geçerli olduğu kabul edilmelidir. Bununla beraber, paraya çevirme imtiyazı düzenlemesinin TBK m. 27 uyarınca kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı olamayacağını dikkate almak gerekir. Yapılan yatırımın birden fazla katını elde etmeye yarayacak olan bir çoklu paraya çevirme imtiyazının, girişimcinin ekonomik mahvına sebebiyet verecek olması dolayısıyla, batıl olarak kabul edilebileceği kanaatindeyiz. Bununla birlikte, yapılan yatırım kadar söz konusu olan paraya çevirme imtiyazının da mümkün olabilmesi gerekir.
- 37- Girişim sermayesine ilişkin sözleşmelerde sulandırmayı ve değer kaybını önlemeye yönelik hükümlere yaygın olarak yer verilmektedir. Bu hakların korumaya çalıştığı menfaat, belirli bir şirket değeri üzerinden yapılan yatırım akabinde girişim şirketinin daha düşük bir değerlendirme ile yatırım almasına karşı yatırımcının korunmasıdır. Uygulamada tam koruma (*full ratchet*) ve ağırlıklı ortalama koruması (*weighted average*) olmak üzere iki farklı tür sulandırmayı ve değer kaybını önleme mekanizması kullanılmaktadır. Her iki tür sözleşme hükmünün, sözleşme özgürlüğü ilkesi uyarınca, Türk hukukunda geçerli kabul edilmesi gerektiği kanaatindeyiz. Bununla birlikte, tam sulandırma koruması bakımından TBK m. 27 kapsamında ekonomik özgürlüğün sınırlandırılması ve borçlunun ekonomik olarak mahvına sebebiyet verecek olması dolayısıyla geçersizlik tehlikesi ile karşı karşıya kalabileceği kanaatindeyiz. Bununla birlikte bu tür hükümler, TTK m. 340'ta düzenlenmiş olan emredici hükümler ilkesini ve TTK m. 480/1'de düzenlenmiş olan tek borç ilkesini ihlal etmesi dolayısıyla esas sözleşme ile düzenlenemeyecektir.
- 38- Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri girişimcilik uygulamasında sıklıkla kullanılmaktadır. Bu hukuki kurum bir borç sermaye karması niteliğindedir ve bu senetlerle yatırımcı verdiği borç karşısında bu borcu ileride paya çevirme

hakkını elde etmektedir. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri, Türk hukukunda düzenlenen paya dönüştürülebilir tahvile şeklen benzemektedir. Bununla birlikte, tâbi olduğu mevzuat ve sıkı şekil şartları dolayısıyla Türk hukukunda PDT'nin girişimcilik sermayesi bakımından bir araç olarak işlev görmediğini ve uluslararası muadillerinden çok uzak olduğunu söylemek mümkündür.

- 39- Öğretide paya dönüştürülebilir borçlanma araçlarının, girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının önlenmesi bakımından işlevsel olduğuna ilişkin görüşler mevcut olsa da girişimciliğin yüksek riskli potansiyeli ve borç sermaye karması sözleşmelerin hukuki niteliği dikkate alındığında, borç sermaye karması araçların menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından uygun araçlar olduğunu söylemek eksik olacaktır.
- 40- Girişim şirketleri bakımından kurumsal yönetim, yatırımcılar ve girişimcileri kapsayacak şekilde pay sahipleri, yönetim kurulu ve yöneticiler arasındaki yetki ve sorumluluk paylaşımı ile şirketin yönetimini düzenleyen sistem olarak tanımlanabilecektir. Girişim şirketleri tarafından da benimsenecek olan kurumsal yönetim prensipleri, bu şirketlerin sermayeye erişimine, olası halka arzına, büyümesine ve yenilikçiliğine, finansal performansına ve kurumsallaşmasına önemli katkılar sağlayacaktır.
- 41- TTK'nın genel kurul kararlarına ilişkin mevcut sistematığı, yatırımcı ile girişimci arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesi bakımından yeterli mekanizmaları kurmuş değildir. Bu çerçevede, genel kurul kararları bakımından menfaat çatışmalarının yönetilmesinin mümkün olmadığı ve girişimcinin yatırımcı aleyhine teşvik mekanizmalarını kullanabileceğini belirtmek gerekir. Girişim sermayesi yatırımcısının, girişim şirketine yatırım yapmasıyla birlikte bir kısım genel kurul kararları bakımından veto hakkı talep etmesi, bu olumsuz duruma etkin bir cevap olarak ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte, girişim şirketinin genel kurulu ile ilgili olarak yapılan düzenlemelerin girişim şirketinde kilitlenmeye yol açmaması ve böyle bir durumun gerçekleşmesi halinde tarafların uyuşmazlıklarını çözerek şirketteki kilitlenmeyi hızlı bir şekilde ortadan kaldırması gerekmektedir.

- 42- Girişim şirketlerinde, girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin, menfaat çatışmasının, yatırımın teminatlandırılmamış olmasının ve ayrıca yatırımın geri dönüşünün uzun bir süreye yayılmış olmasının doğal bir sonucu olarak pay sahipleri aktivizmi söz konusu olmaktadır. Bu bakımdan girişim şirketlerinde pay sahipleri aktivizmi, bankalar veya emeklilik fonları gibi diğer yatırımcılara nispeten oldukça fazladır.
- 43- TTK'nın anonim şirket yönetim kuruluna ilişkin düzenlemeleri, girişim şirketleri bakımından söz konusu olabilecek menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından esneklik sağlamaktadır. Girişim şirketlerinin yatırım sonrası yönetim kurulunda yer alan üyeleri, girişimci üyeler, yatırımcı üyeler ve bağımsız üyeler olmak üzere üç kategoriye ayrılmaktadır. Girişim şirketine yönetim kurulunun yapısı ise hâkim olan gruba göre, girişimci ağırlıklı, yatırımcı ağırlıklı veya ortak kontrollü yönetim kurulu olmak üzere üçe ayrılmaktadır. Türk girişim şirketleri bakımından yapmış olduğumuz inceleme neticesinde, iki üyenin girişimci tarafından atandığı, bir üyenin ise yatırımcı tarafından atandığı, üç üyeden oluşan bir yönetim kurulu yapısının girişim şirketleri bakımından ideal bir yapı olduğu kanaati ortaya çıkmaktadır.
- 44- Girişim şirketinin yönetim kurulunun büyüklüğü ile etkinliği arasında herhangi bir bağlantı bulunmamaktadır. Bununla birlikte, menfaat teorisi perspektifinden yapılacak bir değerlendirme, yatırımcının yönetim kurulunda mevcut ve aktif olması gereğini ortaya koymaktadır. Yatırımcının girişim şirketine yaptığı yatırımın miktarının artması da yönetim kurulu üyesinin aktif olma ihtiyacını artırmaktadır. Bu bağlamda, girişim şirketleri bakımından optimal dengenin yatırımcının bütün işlemlerin içerisinde olmadığı ve böylece şirketin günlük operasyonlarına katılmadığı, bununla birlikte şirkete ilişkin 'önemli' olarak nitelendirilebilecek bir kısım kararlar bakımından ise veto hakkına sahip olduğu bir yönetim kurulu yapısı olduğu kanaatindeyiz. Bu durumun doğuracağı kilitlenme riski ise hem esas sözleşmede hem pay sahipleri sözleşmesinde, yönetim kurulunda yaşanabilecek kilitlenme hallerine ilişkin olarak hukuki ve organizasyonel önlemlerin alınması ile giderilebilecektir.

- 45- Türkiye’de faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırımcılarının açıklamış oldukları yatırım politikaları kapsamında yatırımlarına hem azlık pay sahibi olarak konumlandıkları hem de girişim şirketinin yönetimine asgari seviyede müdahale ettikleri ifade edilmektedir.
- 46- 2020-2023 yılı arasındaki üç yıllık süreçte, 4 milyon dolar üzerinde yatırım alan 49 adet girişim şirketi üzerinde yaptığımız araştırma çerçevesinde, bu şirketlerin 29 tanesinde, yatırımcının yatırım sonrasında girişim şirketinin yönetim kurulunda yer aldığı, 20 girişim şirketinde ise yer almadığı tespit edilmiştir. Yatırımcının yönetim kurulunda temsil edildiği 29 adet girişim şirketinin 17’sinin esas sözleşmesinde yatırımcının yönetim kurulu kararlarına etki etmesini sağlayacak düzenlemeler bulunmaktadır. Bu durumda, girişim sermayesi yatırımcısının yaklaşık %60’ının girişim sermayesi yatırımlarından sonra girişim şirketinin yönetim kurulunda yer aldığı, yaklaşık %35’inin ise esas sözleşmesinde yatırımcı lehine hükümlerin bulunduğu görülmektedir. Yatırımcının bu konudaki davranışının analizinde ise yapılan yatırımın girişim şirketinin yatırım sonrası değerine oranının, başka bir ifade ile yatırımcının girişim şirketinde elde ettiği pay sahipliği oranının yatırımcı tercihleri bakımından önemli olduğu görülmüştür.



KAYNAKLAR

- Aaboen, L., Lindelöf, P., Von Koch, C., and Löfsten, H. (2006). "Corporate Governance And Performance Of Small High-Tech Firms in Sweden". *Technovation*, 26(8), 955-968.
- Acedo-Ramírez, M. Á., and Ruiz-Cabestre, F. J. (2016). "IPO Characteristics and Underpricing in The Alternative Investment Market". *Applied Economics Letters*, 24(7), 485-489.
- Adıgüzel, B. (2019). *Sermaye Piyasası Hukuku*, (3. Baskı), Ankara: Adalet Yayınları.
- Ahn, M. J. (2014). "Enhancing Corporate Governance In Highgrowth Entrepreneurial Firms". *International Journal of Innovation and Technology Management*, 11(6).
- Akcigit, U., Dinlersoz, E., Greenwood, J., and Penciakova, V. (2019). "Synergizing Ventures." *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper* No. 2019-17.
- Akdağ Güney, N. (2014). "6552 Sayılı Torba Kanun ile TTK md. 371'e eklenen yedinci fıkra ile ilişkin değerlendirmeler." *Arsılanlı Bilim Arşivi, Elektronik Nehir Dergi*, 1, 1-25.
- Akdağ, C. (2023). *Girişim Şirketi (Start-Up)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Akdağ-Güney, N. (2012). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Şirket Yönetim Kurulu*. (1. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Akerlof, G. A. (1970). "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism." *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Akın, İ. (2013). "TTK m. 208 Kapsamında Anonim Şirketlerde Azınlığın Ortaklıktan Çıkarılması". *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XVII(1-2), 1-20.
- Akın, M. Ş. (2019). "Çalışanlara Hisse Opsiyonu Planlamasının Sebepleri, Şartları ve İşleyişi". *Girişimcilik İnovasyon ve Pazarlama Araştırmaları Dergisi*, 3(6), 145-156.
- Akın, M. Y. (2014). *Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Hisseler*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Akın, M. Y., and Sulu, M. (2019). "Yönetim Kurulu Üyelerinin Menfaati ile Şirket Menfaatinin Çatışması Bağlamında Sorumluluk". *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 25, 169-184.
- Akkaya, Ç. (2013). *Teori ve Uygulamada Tefecilik Suçu*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Aksoy, M. A. (2017). "Sermaye Piyasası Kanunu'nun İlişkili Taraf İşlemi Düzenlemelerinin 6102 Sayılı TTK'nın Ortaklıklar Topluluğu Hükümleri Açısından Değerlendirilmesi". *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 3 (2), 23-40.
- Aksu, M (2006). *Bilgisayar Programlarının Fikri Mülkiyet Hukukunda Korunması*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Aksu, M. (2010). "Bilgisayar Programlarının Eser Niteliği ile Bunların Temelinde Yatan İlkelerin Korunması." *Prof. Dr. Ali Güzel'e Armağan Cilt II*. İstanbul: Beta Yayınları, 1255-1291.
- Aktan, C. C., Yavuzaslan, K. (2020). "Davranışsal İktisat: Bireylerin İktisadi Karar ve Tercihlerinde Zihinsel, Duygusal ve Psikolojik Faktörlerin Analizi". *Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 12(2), 100-120.
- Aktaş, R. (2019). "Yeni Girişimciler İçin Finansal Kaynaklara Erişim" iç Erdoğan, Z. (ed). (2019). *KOSGEB Girişimcilik El Kitabı*. s. 234-255.

- Aktaş, M. M. (2016). “Ortaklığa dayalı İslami Yapılandırılmış Finansman Ürünü: Muşaraka Sukuk.” *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Afro-Avrasya Özel Sayısı.
- Aktaş, M., ve İlğün, Y. (2019) “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Piyasa Değeri Üzerinde Etkili Olan Finansal Oranlar Üzerinde Bir Araştırma” *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(4), 2785-2798.
- Aktuğ, E., İkizler, D., and Hülagü, T. (2020). “Effects of Small Loans on Bank and Small Business Growth” *Office of Advocacy U.S. Small Business Administration*.
- Akyol, M. (2016). *İktisadi Büyüme Sürecinde Yatırımlara Yönelik Devlet Yardımlarının Etkinliği: Türkiye Uygulaması*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Akyüz, M., ve Ertel, N. (1987). *Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*. İstanbul: Dünya Yayıncılık.
- Al-Amine, M. Al-Bashir. M. (2012). *Global Sukuk and Islamic Securitization Market. Financial Engineering and Product Innovation*, Brill NV, Boston.
- Albez, A. (2018). *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*. Ankara: Sonçağ Yayınları.
- Albuquerque, R., and Wang, N. (2008). “Agency Conflicts, Investment, and Asset Pricing”. *The Journal of Finance*, 63(1), 1-40.
- Alchian ,A., Demsetz, H., (1972). “Production Information Costs, and Economic Organization”. *American Economic Review* 62, pp. 777–795.
- Aleman, L., and Andreoli, J. J. (2018). *Entrepreneurial Finance*. Cambridge University Press.
- Alexander, K. (2006). “Corporate Governance and Banks: The Role of Regulation in Reducing the Principal-Agent Problem”. *Journal of Banking Regulation*, 7, 17-40.
- Alkan G.İ. ve Demireli E. (2007). “Türkiye’de Kullanılan Bazı Şirket Değerleme Yöntemleri ve Bir Uygulama”. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*. 9 (2), 27-39.
- Alkaraan, F. (2019). “Making M&A Less Risky: The Influence of Due Diligence Processes on Strategic Investment Decision Making”. In *Advances in mergers and acquisitions* (Vol. 18, pp. 99-110). Emerald Publishing Limited.
- Allen, K.R. (2014). *Launching New Ventures: An Entrepreneurial Approach*. Cengage Learning. (7. Baskı).
- Almlöf, H., and Bjuggren, P. O. (2019). “A Regulation and Transaction Cost Perspective on the Design of Corporate Law”. *European Journal of Law and Economics*, 47(3), 407-433.
- Alper, G. (2013). *Türk Özel Hukukunda Ultra Vires İlkesi (Anlamı ve Kapsamı)*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Altaş, H. (2020). *Medeni Hukuk, Başlangıç Hükümler (TMK m. 1-7)*. Ankara: Yetkin Yayınları.
- Altay, A. (2009). *Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Altay, S. A. (2009). “Türk ve İsviçre Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Esas Sözleşmesel Bağlam”. *İsviçre Borçlar Kanunu’nun İktisabının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku’nun Türk Ticaret Hukuku’na Etkileri*, İstanbul, s. 563-637.

- Amornsiripanitch, N., Gompers, P. A., and Xuan, Y. (2019). "More Than Money: Venture Capitalists on Boards." *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 35(3), 513-543.
- Andenes, S., and Pendegraft, E. L. (2016). *Financing of Startups: A Comparative Study of Norway and the USA*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Ansay, T. (1982). *Anonim Şirketler Hukuku*. (6. Bası). Ankara. (Anonim Şirketler).
- Anshuman, V. R., Martin, J., and Titman, S. (2012). "An Entrepreneur's Guide To Understanding the Cost Of Venture Capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(3), 75-83.
- Ansiklopedik Ekonomi Sözlüğü*. (2012). Globus Dünya Yayınevi.
- Apostov, M. (2016) "Cobb-Douglas Production Function on FDI in Southeast Europe." *Journal of Economic Structures*, 5(10), 1-28.
- Aral, F., Ayrancı, H. (2022). *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*. (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 15. Baskı). İstanbul: Yetkin Yayınları.
- Aras, G., Alövsat M. (2003). "Kredi Piyasalarında Asimetrik Bilgi ve Bankacılık Sistemi Üzerindeki Etkileri". *II. Ulusal Bilgi Ekonomi ve Yönetim Kongresi*, 17-18 Mayıs, İzmit, ss.236-252.
- Arıcı, F. (2019). 'Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzı, İzahname ve İhraç Belgesi', Helvacı/Uzel/Sönmez/Özsoy (Editörler), *Türk Ticaret Kanunu Ekseninde Sermaye Piyasası Hukuku Serisi*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Arıcı, M.F., Veziroğlu, C. (2018). *Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı*. İstanbul. On İki Levha Yayınları.
- Arıkan, M. (2016). "Due Diligence Kavramı ve Şirket Birleşme ve Devralma Sözleşmelerinde Satıcının Sorumluluğu Hakkında TBK Hükümleri Çerçevesinde Değerlendirmeler". *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 22(1), 265-300.
- Arıkan, S. (2004). *Girişimcilik Temel Kavramlar ve Bazı Güncel Konular*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Armour, J., Hansmann, H., and Kraakman, R. (2017). "Agency Problems and Legal Strategies." *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3d edition, 29-48.
- Armour, J., Hansmann, H., Kraakman, R. and Pargendler, M. (2017). "What is Corporate Law" in *The Anatomy of Corporate Law, A Comparative and Functional Approach* (eds: Kraakman, R./ Armour, J. et al). (Third Edition), Oxford University Press, s. 1-29.
- Armour, J., Whincop, M. J. (2007). "The Proprietary Foundations Of Corporate Law". *Oxford Journal of Legal Studies*, 27(3), 429-465.
- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., and Verrecchia, R. E. (2011). "When Does Information Asymmetry Affect The Cost of Capital?". *Journal of Accounting Research*, 49(1), 1-40.
- Armstrong, C. S., Guay, W. R., and Weber, J. P. (2010). "The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting". *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234.
- Arsalan, Ç. (2014). "Tefecilik Suçu." *Ankara Barosu Dergisi*, (1), 23-48.
- Arslanlı, H. (1958). "Anonim Şirkette Pay ve Pay Sahipliği". *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 23(3-4), 248-290.
- Arslanlı, H. (1959). *Anonim Şirketler II, Anonim Şirketlerin Organizasyonu*. (1. Baskı). (Anonim Şirketler II) İstanbul: Fakülteler Matbaası.
- Arslanlı, H. (1960). *Anonim Şirketler, C I*. İstanbul: Fakülteler Matbaası.

- Art, R. C. (2003). "Shareholder Rights and Remedies in Close Corporations: Oppression, Fiduciary Duties, and Reasonable Expectations". *Journal of Corporation Law*, 28(3), 371-418.
- Arundale, K. (2007). *Raising Venture Capital Finance in Europe: A Practical Guide For Business Owners, Entrepreneurs and Investors*. Kogan Page Publishers.
- Asch, P. & Gigliotti, G. A. (1991). "The Free Rider Paradox: Theory, Evidence, and Teaching". *The Journal of Economic Education*, 22(1), 3338.
- Aşkın, A., Nehir, S., ve Vural, S. Ö. (2011). "Tarihsel Süreçte Girişimcilik Kavramı ve Gelişimi." *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 6(2).
- Atalay, O. (2014). "Anonim Şirketlerde Bilgi Alma Ve İnceleme Haklarının Mahkeme Aracılığıyla Kullanılması". *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 16, Prof. Dr. Hakan Pekcanitez'e Armağan Özel Sayısı, ss. 53-76.;
- Atalı, M., Ermenek, İ., Erdoğan, E. (2023). *İcra ve İflas Hukuku*, (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 7. Bası). Ankara: Yetkin Yayınları.
- Atamer, Y. M. (2001). *Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Atan, T. (1955). *TTK'ya göre Anonim Şirketlerde İdare Meclisi Azalarının Hukuki Mesuliyeti*. Ankara.
- Atsan, N., ve Erdoğan, E. O. (2015). "Girişimciler için Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlesel Fonlama Crowdfunding." *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 10(1), 297-320.
- Austin, A. (2016). "The Color of Entrepreneurship: Why the Racial Gap Among Firms Costs the US Billions." Retrieved from Center for Global Policy Solutions.
- Awounou-N'dri, H. and Boufaden, N. (2020). "How Does Venture Capital Syndication Spur Innovation? Evidence From French Biotechnology FIRMs". *Revue de l'Entrepreneuriat / Review of Entrepreneurship*, 19, 81-112.
- Ayan, Ö. (2013). *Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyelerinin Sadakat Yükümlülüğü ve Bu Yükümlülüğün İhlalinin Sonuçları*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Ayanoğlu, Y., ve Rımaz, M. (2020). "Sermaye Yapısı-Serbest Nakit Akışları İlişkisi: BİST 100'deki İmalat Sektörü İşletmeleri Üzerinde Bir İnceleme". *Muhasebe ve Denetim Bakış*, 20(60), 19-36.
- Aydın, E. (2015). "Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi Ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi" *Marmara Üniversitesi İ.İ.B. Dergisi*, XXXVII,(II), 57-82.
- Aydın, O., Baş, İ. M. (1993). "2000'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi". *Ankara: 3. İzmir İktisat Kongresi Tebliğleri*, 1, 1-21.
- Ayhan, R., Çağlar, H., Özdamar, M. (2023). *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*. (Güncellenmiş ve Gözden Geçirilmiş 5. Baskı). İstanbul: Yetkin Yayınları.
- Ayoğlu T. (2013). "Anonim Ortaklıkların Haklı Nedenle Feshi". *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* (Oğuz İmregün'e Saygı Sempozyumu) 219-252.
- Ayoğlu, T. (2018). *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Aypek, N., Yatbaz, A. (2013). "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (KOBİ) Halka Arz Yoluyla Finansmanı İMKB Gelişen İşletmeler Piyasası (GİP)". *Üçüncü Sektör Sosyal Ekonomi*, 48(2), 1-16.

- Bagley, C. E., and Dauchy, C. E. (2008). *The Entrepreneur's Guide to Business Law, 3rd Edition*. Thomson West.
- Bağcı, H., ve Kılıçaslan, S. (2020). “BİST’e Kayıtlı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansının Critic ve Oreste Yöntemleri İle Analizi.” *Fırat Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 30(1), 223-240.
- Bahtiyar, M. (1996). *Anonim Ortaklıkta Kayıtlı Sermaye Sistemi ve Sermaye Artırımı*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Bahtiyar, M. (2001). “Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları, Kuruluş ve Faaliyete Geçiş Esasları”, *Prof. Dr. Erdoğan Moroğlu’na 65. Yaş Günü Armağanı*, s. 53-110, İstanbul: Beta Basım.
- Bahtiyar, M. (2022). *Ortaklıklar Hukuku*, (Güncellenmiş 16. Bası). İstanbul: Beta Yayınları.
- Baltalı, C. (2019). *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Bank, M. and Wibmerx, K. (2012). “Start-up Firm Valuation: A real options approach, Midwest Finance Association 2012 Annual Meeting Paper.” https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1928710.
- Barker, R., and Chiu, I. H. Y. (2015). “Protecting Minority Shareholders in Blockholder-Controlled Companies: Evaluating the UK’s Enhanced Listing Regime in Comparison with Investor Protection Regimes in New York and Hong Kong”. *Capital Markets Law Journal*, 10(1), 98-132.
- Barlas, N. (2016). *Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Barry, C. B., Muscarella, C. J., Peavy Iii, J. W., and Vetsuypens, M. R. (1990). “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process.” *Journal of Financial Economics*, 27(2), 447-471.
- Bartlett III, R. P. (2006). Venture Capital, Agency Costs, And The False Dichotomy of the Corporation. *UCLA Law Review*, 54, 37-115.
- Bartlett, R. P. (2003). “Understanding Price-Based Antidilution Protection: Five Principles To Apply When Negotiating Down-Round Financing”. *Business Lawyer (ABA)*, 59(1), 23-42.
- Bartlett, R. P. (2023). “Preferred Stock Liquidation Preferences”. *John M. Olin Program in Law and Economics Stanford Law School*. Working Paper Series, Paper No. 588.
- Bartolacelli, A. (2017). "Almost Capital-Less Companies in Europe: Trends, Variations, Competition." *European Company and Financial Law Review*, 14(1), 187-233
- Bascha, A., and Walz, U. (2002). Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance”. *Journal of Corporate Finance*, 7, 285–306.
- Baty, G. B. (1990). *Entrepreneurship for the Nineties*. Prentice Hall Direct, s. 64.
- Bauen, M., Venturi, M. (2009). *Swiss Board of Directors: Organisation Powers Liability Corporate Governance*. Bruylant, Schulthess.
- Baums, T. and Scott, K. E. (2013). “Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany”, *Institute for Law and Finance*, Working Paper Series No: 16.
- Bayar, Y. (2012). “Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Yatırımcı.” *Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi*, 7(2).

- Beaulieu, T., Sarker, S., and Sarker, S. (2015). "A Conceptual Framework for Understanding Crowdfunding." *Communications of the Association for Information Systems*, 37(1), 1-31.
- Bebchuk, L. A. (2005). "The Case for Increasing Shareholder Power." *Harvard Law Review*, 118, 833-917.
- Bebchuk, L. A., and Roe, M. J. (1999). "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." *Stanford Law Review*, 52, 127-166.
- Beisland, L. A., Pascal Ndaki, D., and Mersland, R. (2019). "Influence of Ownership Type and CEO Power on Residual Loss: Evidence From the Global Microfinance Industry." *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 48(5), 998-1022.
- Berktaş, E. (2023). *Hukuki Bakımdan Anonim Ortaklıkta Çalışanların Yönetime Katılımı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. (Yönetime Katılım).
- Bektaş, İ. (2023). *Anonim Ortaklıklarda Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkının Kısıtlanması ve Devri*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Belcredi, M., and Ferrarini, G. (Eds.). (2013). *Boards and Shareholders in European Listed Companies: Facts, Context and Post-Crisis Reforms*. Cambridge: Cambridge University Press
- Belleflamme, P., Lambert, T., and Schwienbacher, A. (2014). "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd." *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609.
- Bena, J., and Li, K. (2014). "Corporate innovations and mergers and acquisitions". *The Journal of Finance*, 69, 1923–1960.
- Bengtsson, O., and Sensoy, B. A. (2011). "Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence From Venture Capital". *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), 477-502.
- Benli, İ.B.(2012). *Türkiye’de Başlangıç Aşamasındaki Girişimcilere Verilen Finansal Desteklerin Etkinliği*. Türkiye Ekonomi Politikaları Araştırma Vakfı (TEPAV) Değerlendirme Notu. Aralık 2012, N201289.
- Bergek, A., and Norrman, C. (2008). "Incubator Best Practice: A Framework". *Technovation*, 28(1-2), 20-28.
- Bergemann, D., and Hege, U. (1997). "Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning". *Journal of Banking and Finance*, 22,703-735.
- Bergh, D. D., Ketchen Jr, D. J., Orlandi, I., Heugens, P. P., and Boyd, B. K. (2019). "Information Asymmetry in Management Research: Past Accomplishments and Future Opportunities". *Journal of Management*, 45(1), 122-158.
- Berktaş Yüksel, E. (2022). *Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Berle, A. A. and C. Means, G. (1933). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Co.
- Bernthal, J. B. (2018). "The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology." *Brigham Young University Law. Review*, 773-858.
- Besen, M. (2018). *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Bessler, W., Drobetz, W., and Grüninger, M. C. (2011). "Information Asymmetry and Financing Decisions". *International Review of Finance*, 11(1), 123-154.
- Best, J., Lambkin, A., Neiss, S., Raymond, S., and Swart, R. (2013). *Crowdfunding's Potential for the Developing World*. InfoDev. Washington DC.
- Best, J., Neiss, S. (2014). "Crowdfunding: A Historical Perspective." *Crowdfunding: A Guide To Raising Capital on the Internet*. Wiley-Bloomberg Press.

- Bezircioğlu, E. (2022). *Türkiye’de Kredi Garanti Fonu AŞ Etkinliğinin İncelenmesi*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Bhimani, A. (2017). *Financial Management for Technology Start-ups, A Handbook for Growth*. Kogan Page.
- Bickerstaff, A., Brennan, K. M., & Maconick, E. (2020). “Considerations in Venture Capital and M&A Transactions in the AI Mobility Industry.” İç *Global Legal Insights AI, Machine Learning & Big Data*.
- Bienz, C. and Walz, U. (2010). “Venture Capital Exit Rights”. *Journal of Economics & Management Strategy*, 19, 1071-1116.
- Bilgili, F., ve Demirkapı, E. (2021). *Şirketler Hukuku Dersleri*, (8. Basım). Bursa: Dora Yayınevi.
- Bilkey, W. J., & Tesar, G. (1977). “The Export Behavior of Smaller-Sized Wisconsin Manufacturing Firms”. *Journal of International Business Studies*, 8, 93-98.
- Bingöl, M. (2022). “Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarında Vergi Avantajları”. *Vergi Dünyası Dergisi*, 1(495), 76 - 81.
- Bingöl, M. E. (2022). "Girişim Anonim Şirketlerde Başvurulan Safe ve Vesting Uygulamalarının TTK Bakımından İncelenmesi." *Ticaret Hukuku Genç Akademisyenler Sempozyumu II – Prof. Dr.Tuğrul Ansay Anısına: Anonim Şirketler Hukukunun Gelecek On Yılı*. İstanbul, pp.27-49.
- Birkmose, H. S., & Sergakis, K. (2019). *Enforcement of Shareholders’ Duties– Introduction. Enforcing Shareholders’ Duties*, Published by Edward Elgar Publishing Limited.
- Birsel, M. (1970). “Anonim Şirketlerde Azınlık Hakları”, *İmran Öktem’e Armağan*, Ankara.
- Black B. S. (1998). “Shareholder Activism and Corporate Governance in The United States.” In Newman P. (Ed.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, Vol. 3: 459-465. New York: Palgrave Macmillan.
- Black, B. S., and Gilson, R. J. (1998). “Venture Capital Structure of Capital Markets; Banks Versus Stock Markets.” *Journal of Financial Economics*, 47, 243–277.
- Blank, S. and Dorf, B. (2012). *The Startup Owner’s Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company*. K&S Ranch Press.
- Bloomfield, S. (2021). *Absolute Essentials of Corporate Governance*. Routledge.
- Board, J., Dufour, A., Hartavi, Y., and Sutcliffe, C. (2015). *Risk And Trading On London's Alternative Investment Market: The Stock Market For Smaller and Growing Companies*. Springer.
- Boeh, K. K. (2011). “Contracting Costs and Information Asymmetry Reduction in Cross-Border M&A”. *Journal of Management Studies*, 48(3), 568-590.
- Booth, R., and Smith, L. (1986). “Capital Raising, Underwriting and The Certification Hypothesis.” *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 262-281.
- Borochin, P., Ghosh, C., and Huang, D. (2019). “Target Information Asymmetry and Takeover Strategy: Insights From A New Perspective”. *European Financial Management*, 25(1), 38-79.
- Borras, S. (2003). *The Innovation Policy of the European Union from Government to Governance*. Edward Elgar Publishing.
- Bozer, A., Göle, C. (2017). *Kıymetli Evrak Hukuku*. Güncellenmiş ve Genişletilmiş 7. Bası. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

- Bozgeyik, H. (2012). *Pay Sahibinin Hakları ve Borçları*, (Ed. S. Karahan) *Şirketler Hukuku*. Konya: Mimoza Yayıncılık.
- Bozgeyik, H., ve Bozgeyik, A. (2013). *Yazılımlar İçin Telif Hakkı Korumasında Güncel Sorunlar*. İstanbul: Yetkin Yayınları.
- Bozkurt, T. (2023). *Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)*, (2. Baskı). Ankara: Yetkin Yayıncılık.
- Bradford, S. (2012). "Crowdfunding and the Federal Securities Laws". *Col. Bus. L.R.* V, 1, 10.
- Braithwaite, J. (2021). *The Financial Courts: Adjudicating Disputes In Derivatives Markets*. Cambridge University Press.
- Brander, J. A., Amit, R., and Antweiler, W. (2002). "Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis". *Journal of Economics & Management Strategy*, 11(3), 423-452.
- Bratton, W., and McCahery, J. A. (Eds.). (2015). *Institutional Investor Activism: Hedge Funds and Private Equity, Economics and Regulation*. Oxford University Press.
- Braut Filipović, M. (2022). "How Can Shareholders' Agreements Shape Corporate Governance And Directors' Liability?". *InterEULawEast: Journal For The International and European Law, Economics and Market Integrations*, 9(2), 193-222.
- Bretschneider, U., Knaub, K., and Wieck, E. (2014). "Motivations for Crowdfunding: What Drives the Crowd to Invest in Start-ups?" *Twenty Second European Conference on Information Systems*.
- Broughman, B., and Fried, J. M. (2013). "Carrots and Sticks: How VSC Induce Entrepreneurial Teams to Sell Startups". *Cornell Law Review*. 98, 1319.
- Brown, K.C., and Wiles, K.W. (2015). "In Search of Unicorns: Private IPOs and the Changing Markets For Private Equity Investments and Corporate Control". *Journal of Applied Corporate Finance*, 27(3), 34-48.
- Brown, S. and Hillegeist, S. (2007). "How disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry." *Review of Accounting Studies*, 12, 443-477.
- Brown, T. E., Ulijn, J. M. (ed.). (2004). *Innovation, Entrepreneurship and Culture: The Interaction Between Technology, Progress and Economic Growth*. Edward Elgar Publishing.
- Bruining, H., and Wright, M. (2002). "Entrepreneurial Orientation in Management Buy-Outs and The Contribution of Venture Capital". *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 4(2), 147-168.
- Brunninge, O., and Nordqvist, M. (2004). "Ownership Structure, Board Composition and Entrepreneurship: Evidence From Family Firms and Venture-Capital-Backed Firms." *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 10(1/2), 85-105.
- Brush, C. G., De Bruin, A., Gatewood, E. J., and Henry, C. (Eds.). (2010). *Women Entrepreneurs and The Global Environment for Growth: A Research Perspective*. Edward Elgar Publishing.
- Brush, C. G., Greene, P. G., Balachandra, L., and Davis, A. E. (2014). *Diana Report. Women Entrepreneurs 2014: Bridging the Gender Gap in Venture Capital*. Arthur M. Blank Center for Entrepreneurship, Babson College.
- Bulut, Ç., Fiş, A., Aktan, B., ve Yılmaz, S. (2008). "Kurumsal Girişimcilik: Kavramsal Yapı Üzerine Bir Tartışma." *Journal of Yaşar University*, 3(10), 1389-1416.

- Busch, D., Avgouleas, E., and Ferrarini, G. (2018). *Capital Markets Union in Europe*. New York: Oxford University Press.
- Busentitz, L. W. and Fiet, J. O. (1996). "The Effects of Early Stage Venture Capital Actions On Venture Disposition". *Journal of Entrepreneurial & Small Business Finance*, 5(2), 97-115.
- Butler, F. C., and Martin, J. A. (2020). "Struggling to Survive: Non-Family Member Employees, The Family, and Stress in Family Firm Startups." In *Entrepreneurial and Small Business Stressors, Experienced Stress, and Well-Being* (pp. 123-146). Emerald Publishing Limited.
- Buz, V. (2019). "Ortaklık Paylarının Devrinde Ayıba Karşı Tekeffül Hükümlerinin Uygulanabilirliği Sorunu". *BATİDER*, 35(3), 66-67.
- Bygrave, W. D. and Timmons, J. A. (1992). *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: Harvard Business School Press. s 27/f.
- Cable, D. M., and Shane, S. (1997). "A Prisoner's Dilemma Approach To Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships". *Academy of Management Review*, 22(1), 142-176.;
- Cadbury, A.(2002). *Corporate Governance and Chairmanship*. Oxford University Press.
- Calabrò, A., Campopiano, G., Basco, R., and Pukall, T. (2017). "Governance Structure and Internationalization of Familycontrolled Firms: The Mediating Role of International Entrepreneurial Orientation." *European Management Journal*, 35(2), 238–248.
- Campbell, J. T., Campbell, T. C., Sirmon, D. G., Bierman, L., and Tuggle, C. S. (2012). "Shareholder Influence Over Director Nomination via Proxy Access: Implications for Agency Conflict and Stakeholder Value." *Strategic Management Journal*, 33(12), 1431-1451.
- Campell, D.E. (1995). *Incentives: Motivation and Economics of Information*. New York: Cambridge Univ Press, First Published.
- Cankat, R. (2022). *Anonim Ortaklıklar Hukukunda İlişkili Taraf İşlemleri*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Cappelli, P., Conyon, M., and Almeda, D. (2020). "Social Exchange and The Effects of Employee Stock Options." *ILR Review*, 73(1), 124-152.
- Carney, W. J. (2008). "Venture Capital Financing and Documentation." In *Technological innovation: generating economic results* (pp. 287-311). Emerald Group Publishing Limited.
- Carter, J. C. (1987). "The Fiduciary Rights of Shareholders." *Wm. & Mary L. Rev.*, 29, 823-854.
- Caselli, S., and Negri, G. (2021). *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques, and Deals*. Academic Press.
- Casson, M. (2003). *The Entrepreneur: An Economic Theory*. (2. Baskı). Edward Elgar Publishing.
- Casson, M., and Casson, C. (2014). "The History of Entrepreneurship: Medieval Origins of A Modern Phenomenon." *Business History*, 56(8), 1223-1242.
- Castagnino, J.P (2009). *Derivatives: The Key Principles*, 3rd Ed. Oxford: Oxford University Press.
- Cengiz, V. (2010). "Finansal Piyasalarda Bilgi Problemlerinin Çözümünde Bankaların Rolü." *Bilgi Ekonomisi ve Yönetimi Dergisi*, 5(1), 151-162.
- Cenkci, E. (2015). *Anonim Ortaklıklarda Kayıtlı Sermaye Sistemi*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

- Chambers, N. (2009). *Firma Değerlemesi*. İstanbul: Beta Basım Yayım
- Cheffins B. R., and Armour J. (2011). “The Past, Present, and Future of Shareholder Activism By Hedge Funds.” *Journal of Corporation Law*, 37.
- Cheffins, B. R. (2001). “History and the Global Governance Revolution: The UK Perspective”, *Business History*, 43(4), ss. 87-118.
- Chemmanur, T. J., & Fulghieri, P. (2013). Entrepreneurial Finance and Innovation: An Introduction and Agenda For Future Research.” *Review of Financial Studies*, 27(1), 1–19.
- Chemmanur, T. J., Krishnan, K., and Nandy, D. (2010). “How Do Venture Capitalists Create Value For Entrepreneurial Firms? A Review of The Literature.” In Cumming, D. (ed). (2010) *Venture Capital Investment Strategies, Structures, and Policies*. John Wiley and Sons. (Venture Capital Investment). s 277-298.
- Chen, C. X., Lu, H., and Sougiannis, T. (2012). “The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs”. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.
- Chen, R. (2023). “Research on the Positioning and Development of China’s ChiNext Market.” *Highlights in Business, Economics and Management*, Vol. 9, s. 250-259
- Cheng, Y. (2012).” On Protection of Rights and Interests of Minority Shareholders in Listed Company.” *International Journal of Business Administration*, 3(2), 54.
- Cheyne, E., and Levine, C. B. (2020). “Public Disclosures and Information Asymmetry: A Theory of The Mosaic”. *The Accounting Review*, 95(1), 79-99.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). “Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey.” *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Clapp, S.L.C. (1931). “The Beginnings of Subscription Publication in the Seventeenth Century.” *Modern Philology*, 29(2), 199-224.
- Clarke, T. (2021). *Elements in Corporate Governance*. Cambridge University Press.
- Claus, I., and Grimes, A. (2003). “Asymmetric Information, Financial Intermediation and The Monetary Transmission Mechanism: A Critical Review.” *New Zealand Treasury Working Paper* 03/19.
- Clayman, M. R., Fridson, M. S., and Troughton, G. H. (Eds.). (2022). *Corporate Finance Workbook: Economic Foundations and Financial Modeling*. New York: John Wiley & Sons.
- Coase, R. (1937). “The Nature of the Firm”. *Economica* 4, 386–405.
- Cochrane, J. H. (2001). *The Risk and Return of Venture Capital*. Working Paper: University of Chicago.
- Coffee, J. C. (2010). “Dispersed Ownership: The Theories, the Evidence, and the Enduring Tension Between ‘Lumpers’ and ‘Splitters’.” *Columbia Law and Economics Working Paper*, 363.
- Coffee, J. C. Jr. (2001). “Do Norms Matter? A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control.” *Columbia Law School: The Center for Law and Economic Studies*, Working Paper No. 183.
- Cohen, S., and Hochberg, Y. V. (2014). “Accelerating Start-Ups: The Seed Accelerator Phenomenon.” *SSRN Journal*, 1-16. doi:10.2139/ssrn.2418000.
- Cohen, Z. (1991). “Fiduciary Duties of Controlling Shareholders: A Comparative View”. *U. Pa. J. Int’l Bus. L.*, 12, 379.
- Cole, R. A. (2017). “How Did Bank Lending to Small Business in the United States Fare After the Financial Crisis?” Available at SSRN 3077004

- Colombelli, A. (2010). "Alternative Investment Market: A Way to Promote Entrepreneurship". *Journal of Industry, Competition and Trade*, 10, 253-274.
- Cooke, D. J. (2011). *Private Equity: Law and Practice*. Sweet & Maxwell.
- Cooper, A. C., Woo, C. Y., and Dunkelberg, W. C. (1988). "Entrepreneurs' Perceived Chances for Success". *Journal of Business Venturing*, 3(2), 97-108.
- Cooter, R., and Freedman, B. J. (1991). "The Fiduciary Relationship: Its Economic Character and Legal Consequences". *New York University Law Review*, 66(4), 1045-1076.
- Copeland, T., Koller, T. and Murrin, J. (2000). *Valuation Measuring and Managing the Value of Companies*. United States of America. McKinsey ve Company Inc.
- Core, J. E., and Guay, W. R. (2001). "Stock Option Plans for Non-Executive Employees." *Journal of Financial Economics*, 61(2), 253-287.
- Coşkun, M. N., Ardor, H. N., Çermikli, A. H., Eruygur, H. O., Öztürk, F., Tokatlıoğlu, İ., ve Dağlaroğlu, T. (2012). *Türkiye'de Bankacılık Sektörü Piyasa Yapısı, Firma Davranışları ve Rekabet Analizi*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.
- Cowling, M. (2003). "Productivity and Corporate Governance in Smaller Firms". *Small Business Economics*, 20(4), 335-344.
- Coyle, J. F., and Green, J. M. (2018). "The SAFE, The KISS, And the Note: Survey of Startup Seed Financing Contracts." *Minnesota Law Review Headnotes*, 103(1), 42-66.
- Coyle, J.F. (2014). "Contractual Innovation in Venture Capital". *Hastings Law Journal*, 66133-183.
- Cristea, I. A., Cahan, E. M., and Ioannidis, J. P. (2019). "Stealth Research: Lack of Peer-Reviewed Evidence From Healthcare Unicorns." *Journal of Clinical Investigation*, 49(4), e13072.
- Cristina, S. Á., and Alves, H. (2020). "The Relation Between Information Asymmetry, Disclosure Policy and Corporate Tax Planning". *Economics Business and Organization Research*, 393-408.
- Cumming, D. J., and Johan, S. A. (2013). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. New York: Academic Press.
- Cumming, D. J., and MacIntosh, J. G. (2003). "A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits". *Journal of Banking & Finance*, 27(3), 511-548.
- Cumming, D., and Johan, S. (2008). "Information Asymmetries, Agency Costs and Venture Capital Exit Outcomes." *Venture Capital*, 10(3), 197-231.
- Cumming, D., and Johan, S. A. (2008). "Preplanned Exit Strategies in Venture Capital." *European Economic Review*, 52(7), 1209-1241.
- Çakalı, R. K. (2022). "Agency Problem in Corporate Governance: Worldcom Case". *İşletme Dergisi*, 3(1), 15-31.
- Çamoğlu, E. (2010). *Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu*, (3. Bası). İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Çamoğlu, E. (2011). "6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili." *Halil Arslanlı Bilim Arşivi*, <http://arslanlibilimarsivi.com/>, s. 3. (e.t 12 Ocak 2024).
- Çamoğlu, E. (2014). "Türk Hukukunda Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri." *Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi (Prof. Dr. Hayri Domaniç Anısına Armağan)*, 9, 117-118.

- Çapanoğlu, S. G. (2005). *Avrupa Birliği'nde Risk Sermayesi Uygulamaları ve Türkiye (190)*. İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı Yayınları.
- Çatakoğlu, B. (2016). *Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Borçlanma Araçları*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Çavuş, M. F., Demirkale, İ. (2018). *Sosyal Bilimler Yönetim ve Çevre. Akademisyen Yayınevi Bilimsel Araştırmalar Kitabı*.
- Çelebi, A. E. (2016). *Birleşme ve Devralma İşlemlerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıklar ve Tahkim*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Çelik, İ. (2017). "Meşru Bir Yatırım Aracı Olarak Mudarebe ve Günümüzde Kullanımı." *Al Farabi Uluslararası Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(3), 381-396.
- Çelik, İ. (2018). *Yargıtay Kararları Işığında Tefecilik Suçu*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Çerçi, A. A. (2014). *Küresel Ölçekte Melek Yatırımcılığın Gelişmesinin İncelenmesi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Çetindamar, D. (Ed.). (2003). *The growth of Venture Capital: A Cross-Cultural Comparison*. Greenwood Publishing Group.
- Çetinkaya, Ş. (2012). "Asimetrik Bilginin Piyasalara Etkileri ve Finansal Krizlerdeki Rolü", *Sakarya İktisat Dergisi*, 1(2), 48.
- Çevik, O. N. (1994). *Uygulamada Şirketler Hukuku*. Ankara: Yetkin Yayıncılık.
- Çevik, O.N. (2002). *Uygulamada Şirketler Hukuku*, (Gözden Geçirilmiş, Güncelleştirilmiş Üçüncü Baskı). Ankara: Yetkin Yayınları.
- Çevik, Y. E. (2022). "Borsa İstanbul'da Mülkiyet ve Kontrol Yapıları". *Maliye Dergisi*, 183, 97-113.
- Çokgezen, M. (2000). (çev) "Limonlar' İçin Piyasa: Kalite Belirsizliği ve Piyasa Mekanizması: G. A. Akerlof", *Devlet, Rekabet, Mülkiyet ve İktisat*, Ö. Demir (Edt), Sakarya: Değişim Kitapevi Yayınları.
- Çonkar, M. H. (2009). *Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının İspatlanması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Da Rin, M., Hellman, T. (2020). *Fundamentals of Entrepreneurial Finance*. Oxford: Oxford University Press.
- Da Silveira, A. D. M., and Dias, A. L. (2010). "What is the Impact of Bad Governance Practices in A Concentrated Ownership Environment?". *International Journal of disclosure and Governance*, 7, 70-91.
- Dahlstrand, A., and Smith, H. (2002). "Science Parks and Economic Development, Globalization of Technology." *Encyclopedia of Life Support Systems (EOLSS)*, 1(5).
- Dalley, P. J. (2004) "The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duties," *Hofstra Law Review*, 33, 175-222.
- Dalley, P. J. (2007). "Shareholder (and Director) Fiduciary Duties And Shareholder Activism." *Hous. Bus. & Tax LJ*, 8, 6.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., and Ellstrand, A. E. (1999). "Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis". *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Davies, P. L., Worthington, S., Micheler, E., and Gower, L. C. B. (2012). *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell.
- Davis, G. (2005). "New Directions in Corporate Governance." *Annual Review of Sociology*, 31, 143-62.

- Day, R., Eliasson, G., and Wihlborg, C. (1993). *The Markets for Innovation, Ownership and Control*. North Holland.
- De Blick, T., Paeleman, I., and Laveren, E. (2023). "Financing Constraints and SME Growth: The Suppression Effect of Cost-saving Management Innovations." *Small Business Economics*, 1-26,
- De Buysere, K., Gajda, O., Kleverlaan, R., Marom, D., and Klaes, M. (2012). "A Framework For European Crowdfunding." *European Crowdfunding Network* (ECN). <https://eurocrowd.org/wp-content/uploads/2021/12/A-Framework-for-European-Crowdfunding.pdf> (e. t. 25.12.2022)
- De Clercq, D., Fried, V. H., Lehtonen, O., and Sapienza, H. J. (2006). "An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy". *Academy of Management Perspectives*, 20(3), 90-112.
- De Mooij, R., and Liu, L. (2021). "At A Cost: The Real Effects of Thin Capitalization Rules." *Economics Letters*, 200, 109745.
- Demaria, C. (2020). *Introduction to Private Equity, Debt and Real Assets. From Venture Capital to LBO, Senior to Distressed Debt, Immaterial to Fixed Assets*. John Wiley & Sons Ltd.
- Demir, K. (2020). *Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Demir, Z. (2018). "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Finansal Problemlerin Çözümünde Girişim Sermayesi Fonlarının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi." Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Demirağ, I. and Serter, M. (2003), "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies" *Corporate Governance: An International Review*, 11(1), 40-51
- Demirel, D. (2017). "Anonim Şirketlerde Yönetim Yetkisinin Devri". *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 7(2), 211–250.
- Demirkol, B. (2012). "Pay Sahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları". *Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2, 851-883.
- Dessí, R. (2010). "Venture Capitalists, Monitoring and Advising." In *Cumming, Venture Capital Investment*, 169-189.
- Devlet Planlama Teşkilatı (1996). *Yedinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (1996-2000) - 1996 Yılı Programı*.
- Dewar, J. (Ed.). (2011). *International Project Finance: Law and Practice*. Oxford University Press.
- Dey, A. (2008). "Corporate Governance and Agency Conflicts." *Journal of accounting research*, 46(5), 1143-1181.
- Dharwadkar, R., Goranova, M., Brandes, P., and Khan, R. (2008). "Institutional Ownership and Monitoring Effectiveness: It's Not Just How Much But What Else You Own." *Organization Science*, 19(3), 419-440.
- Dierkens, N. (1991). "Information Asymmetry and Equity Issues." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26(2), 181-199.
- Dimov, D., and Murray, G. (2008). "Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments By Venture Capital Firms." *Small Business Economics*, 30, 127-152.
- Dinar, R. C. (2008). *Niyet Mektubunun Hukuki Niteliği ve Bağlayıcılığı*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.

- Dionne, G., La Haye, M., and Bergeres, A. (2015). "Does Asymmetric Information Affect the Premium in Mergers Andacquisitions?" *Canadian Journal of Economics*, 48, 819–852.
- Doğan, B. F. (2012). "Yönetim Kurulunun Devredilemez Yetkileri Ve Yönetim Yetkisinin Devri". *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 18(2).
- Doğan, B.F. (2011). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununa Gore Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Organizasyonu ve Yönetim Yetkisinin Devri*. (2. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Doğan, M. E. (2020). "Teknokentler ve girişimcilik ilişkisi üzerine bibliyometrik analiz çalışması." Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bursa Uludağ Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğan, S. (2015). *Girişimcilik*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi Açık ve Uzaktan Eğitim Fakültesi.
- Domaniç, H. (1988). *Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması*, Türk Ticaret Kanunu Şerhi C. II, İstanbul.
- Donaldson, L., and Davis, J. H. (1991). "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance And Shareholder Returns". *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Dresner, S. (2014). *Crowdfunding: A Guide To Raising Capital on the Internet*. Wiley-Bloomberg Press. (Crowdfunding).
- Dural, A. (2003). "Anonim Şirkette Olumsuz Azınlık Haklarının Düzenlenmesi", *Prof. Dr. Ünal Tekinap'e Armağan*, İstanbul 2003.
- Dural, M., ve Sarı, S. (2017). *Türk Özel Hukuku Cilt I-Temel Kavramlar ve Medeni Kanunun Başlangıç Hükümleri*. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Duran, A. (2021). *Örtülü Kazanç Aktarım Yasağı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Dyck, A., and Zingales, L. (2004). "Private Benefits of Control: An International Comparison." *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Dziekoński, K., and Ignatiuc, S. (2015). "Venture Capital and Private Equity Investment Preferences in Selected Countries". *Financial Internet Quarterly*, 11(3), 128-137.
- Easterbrook, F. H., and Fischel, D. R. (1982). "Corporate Control Transactions". *Yale Law Journal*, 91(4), 698-738.
- Easterbrook, F., and Fischel, D. (1991). *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press.
- Eckbo, B.E., Giammarino, R.M., and Heinkel, R.L. (1990). "Asymmetric Information and The Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests." *Review of Financial Studie*, 3, 651–675.
- Eckermann, M. (2006). *Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry Evidence from the US Venture Capital Market*. Deutscher Universitäts-Verlag,
- Edelman, L. F., Manolova, T. S., and Brush, C. G. (2017). "Angel Investing: A Literature Review". *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 13(4-5), 265-439.
- Efil, İ. (1999). *İşletmelerde Yönetim ve Organizasyon*. (6. Baskı). İstanbul: Alfa Basım Yayın Dağıtım.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., and Wells, M. T. (1998). "Larger Board Size And Decreasing Firm Value in Small Firms". *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.

- Elango, B. (1998). "An Empirical Examination of the Influence of Industry and Firm Drivers on the Rate of Internationalization by Firms". *Journal of International Management*, 4(3), 201-221.
- Eminoğlu, C. (2014). *Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Eminoğlu, C. (2021). "Anonim Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Arabuluculuğa Elverişliliği ve Elverişliliğin Tespitinde Ölçüt Önerileri". *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 7(2), 271-291.
- Eminoğlu, C., Meral, N. (2022). "Kitle Fonlaması Platformu Yatırım Komitesinin Hukuki Niteliği ve Üyelerin Bilgi Formundan Sorumluluğu" iç *Zühtü Aytaç'a Armağan*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 689-713.
- Eminoğlu, C., ve Altıntaş, B. D. (2014). "Türk Ticaret Kanunu'nun 340. Maddesi: Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğünün Sonu Mu?" *Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 9(2).
- Enriques, L., Hansmann, H., Kraakman, R., and Pargendler, M. (2017). "The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-shareholder Constituencies." iç Kraakman, R. ve Diğerleri (ed). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3. Baskı, Oxford: Oxford University Press.
- Er, B., Şahin, Y. E., ve Mutlu, M. (2015) "Girişimciler için Alternatif Finansman Kaynakları: Mevcut Durum ve Öneriler." *Uluslararası Ekonomi ve Yenilik Dergisi*, 1(1), 31-54.
- Erdal, C., ve Çınar, A. (2013). "Osmanlı Devleti ve Türkiye Cumhuriyeti'nde Girişimciliğin Tarihsel Gelişimi." *Uluslararası Girişimcilik ve Kariyer Sempozyumu Bildiriler Kitabı*, s. 243-255.
- Erdoğan, E. (2017). "Yapma Borçlarının İcrası ve Bazı Temel Sorunlar". *Ankara Barosu Dergisi*, 75(2), 145-175.
- Eren, F. (2015). "İsimsiz Bazı Sözleşme Türleri". *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 1(1), 63-126.
- Eren, F. (2021). *Borçlar Hukuku-Genel Hükümler*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Eren, F. *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. (7. Baskı). Ankara: Yetkin Yayıncılık.
- Ergen, M., Lau, J., ve Bilginoğlu, K. (2018). "Dağıtık Girişimci Sermayesi: Kitle Fonlaması", *Bilim, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı'nın 2013 yılında düzenlediği 3. Sanayi Şurası*, Ankara, Türkiye.
- Eroğlu, O. (2014). "Niyet Mektuplarının Hukuki Niteliği". *Ankara Barosu Dergisi*, 2, 515-532.
- Ertan Nomer, F. (2013). "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı". *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 71(2), 131-143.
- Erten, C. (2023). *Anonim Şirketlerde İmtiyazlı Paylar*. Yayımlanmamış Doktora Tezi. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ertürk, H. (2017). *Girişim Sermayesi Sektöründeki Yatırım Tercihleri ve Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Girişimlere Yapılan Müdahalelerin Analizi: Türkiye'deki Girişim Sermayesi Uygulamaları*. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayımlanmamış Doktora Tezi.
- Ertürk, H., ve Sayılğan, G. (2014). "Girişim Sermayesi Fonları ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü". *Istanbul University Journal of the School of Business Administration*, 43(2), 293-318.

- Esin, İ. (2021). *Birleşme ve Devralmalar*. (3. Geliştirilmiş Baskı). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Esin, İ. G., ve Lokmanhekim, S. T. (2003). *Uygulamada Birleşme ve Devralmalar*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Eski, M. (2018). *Şirket Satın Almaları*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- ESMA (2014). ESMA's Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR. ESMA/2014/1569.
- ESMA (2021). MiFID II Review Report- MiFID II Review Report On The Functioning Of The Regime For SME Growth Markets. ESMA70-156-4103.
- Evers, N., Gerschewski, S., Khan, Z., King, T., Kuivalainen, O., & Puthusserry, P. (2023). "Corporate Governance in International New Ventures and Born Global Firms." *International Small Business Journal*, 41(6), 569-589.
- Fama, E., Jensen, M., (1983). "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, 26, ss. 301–325.
- Fan, J. S. (2016). "Regulating Unicorns: Disclosure and the New Private Economy". *Boston College Law Review*, 57, 583-642.
- Fan, J. S. (2022). "The Landscape of Startup Corporate Governance in the Founder-Friendly Era". *New York University Journal of Law and Business*, 18(2), 317-389.
- Farag, H., Mallin, C., and Ow-Yong, K. (2014). "Governance, Ownership Structure, and Performance of Entrepreneurial IPOs in AIM Companies." *Corporate Governance: An International Review*, 22(2), 100–115.
- Farnsworth, A. H. (1975). "Close Corporations-Rights and Duties of Shareholders-Fiduciary Relationship Among Shareholders-Shareholders' Right of Equal Opportunity to Participate in Corporate Purchase of its Own Stock For Corporate Treasury". *Cornell L. Rev.*, 61, 986-1018.
- Feld, B., and Mendelson, J. (2016). *Venture Deals: Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*. 3rd Edition. John Wiley & Sons.
- Filatotchev, I., and Wright, M. (2011). "Agency Perspectives on Corporate Governance of Multinational Enterprises." *Journal of Management Studies*, 48(2), 471-486.
- Fisch, J. E. (2022). "Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering." *ECGI Working Paper Series in Law*, Law Working Paper N° 538/2020.
- Fishman, M. (1989). "Pre-Emptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions." *Journal of Finance*, 44, 41–57.
- FitzGerald, S. and Caulfield, G. (2020). *Shareholders' Agreement*, (Eight Edition). Sweet & Maxwell.
- Flannigan, R. (2004). "Fiduciary Duties of Shareholders and Directors". *Journal of Business Law*, 1, 277-302.
- Flannigan, R. (2012). *Shareholder Fiduciary Accountability*.. <https://ssrn.com/abstract=2147519>.
- Fleming, G. (2003). "Venture Capital Returns in Australia" *Working Paper: Australian National University*.
- Freedman, D. M, and Nutting, M. R. (2015). "A Brief History of Crowdfunding"- Including Reward, Donation, Debt and Equity Platforms in the USA. <http://www.freedman-chicago.com -> History-of-Crowdfunding.pdf>
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., and De Colle, S. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. Cambridge University Press.

- Fried, V. H., Bruton, G. D., & Hisrich, R. D. (1998). "Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms." *Journal of Business Venturing*, 13(6), 493-503.
- Fried, V., and Hisrich, R. (1994). "Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making." *Financial Management*, 23(3), 28.
- Friedmann, W., Ansay, T. (1958). "Tüzel Kişilik Nazariyeleri ve Tatbikat." *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 15(1), 50-66.
- Fry, F. (1987). "The Role of Incubators in Small Business Planning." *American Journal of Small Business*, 12(1), 51-62.
- Gallo, S., and Verdoliva, V. (2022). *Private Equity and Venture Capital: Theory, Evolution and Valuation*. Springer Nature.
- Gantchev, N. (2013). "The Costs of Shareholder Activism: Evidence From A Sequential Decision Model". *Journal of Financial Economics*, 107(3), 610-631.
- Gavin, C. R. (1998). *Venture Capital Investment: An Agency Analysis of Practice*. Londra: Routledge Studies in the Modern World Economy.
- Gedajlovic, E. R., and Shapiro, D. M. (1998). "Management and Ownership Effects: Evidence From Five Countries". *Strategic Management Journal*, 19(6), 533-553.
- GEM (Global Entrepreneurship Monitor) (2022). *Global Entrepreneurship Monitor 2021/2022 Global Report: Opportunity Amid Disruption*. London: GEM.
- George, G., Wiklund, J., and Zahra, S. A. (2005). "Ownership and the Internationalization of Small Firms." *Journal of Management*, 31(2), 210-233.
- Gerber, E. M., Hui, J. S., and Kuo, P. Y. (2012). "Crowdfunding: Why People Are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms." In *Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics*. 2(11), 1-10.
- Gerken, L.C. (2014). *The Little Book of Venture Capital Investing, Empowering Economic Growth and Investment Portfolios*. Wiley Publishing.
- Ghoshal, S., & Moran, P. (1996). "Bad for Practice: A Critique of the Transaction Cost Theory". *Academy of Management Review*, 21(1), 13-47.
- Giat, Y. (2005). *Venture Capital Financing With Staged Investment, Agency Conflicts and Asymmetric Beliefs*. School of Industrial and Systems Engineering, Georgia Institute of Technology, Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Gilson, R. J. (2005). "Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy." *Harv. L. Rev.*, 119, 1641.
- Gilson, R. J., and Gordon, J. N. (2003). "Controlling Controlling Shareholders". *Penn Law Review*, 152, 785.
- Giudici, P., and Agstner, P. (2019). "Startups and Company Law: the Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)" *European Business Organization Law Review*, 20, 597-632.
- Gladstone, D., and Gladstone, L. (2002). *Venture Capital Handbook: An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*. Financial Times Press.
- Glazer, A. S. (1989). "Acquisition Bridge Financing by Investment Banks." *Business Horizons*, 32(5), 49.
- Glick, M., & Ruetschlin, C. (2019). "Big Tech Acquisitions and the Potential Competition Doctrine: The Case of Facebook". *Institute for New Economic Thinking Working Paper Series*, (104).

- Gogineni, S., Linn, S. C., and Yadav, P. K. (2022). "Vertical and Horizontal Agency Problems in Private Firms: Ownership Structure and Operating Performance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 57(4), 1237-1278.
- Golis, C. (2010). *Enterprise and Venture Capital: A Business Builders' and Investors' Handbook*. Allen & Unwin.
- Gompers, P. (1995). "Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital." *Journal of Finance*, 50, 1461–1489. (Optimal Investment).
- Gompers, P. A. (1994). "The Rise and Fall of Venture Capital." *Business and Economic History*, 23(2), 1-26. (The Rise and Fall of Venture Capital).
- Gompers, P. A., and Lerner, J. (1999). *The Venture Capital Cycle*. MIT Press.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., and Strebulaev, I. A. (2020). "How Do Venture Capitalists Make Decisions?" *Journal of Financial Economics*, 135(1), 169-190.
- Goranova, M., and Ryan, L. V. (2014). "Shareholder activism: A Multidisciplinary Review." *Journal of Management*, 40(5), 1230-1268.
- Gordon, I. M., Hrazdil, K., and Shapiro, D. (2012). "Corporate Governance in Publicly Traded Small Firms: A Study of Canadian Venture Exchange Companies". *Business Horizons*, 5 (6), 583 – 591.
- Gorman, M., and Sahlman, W. A. (1989). "What Do Venture Capitalists Do?". *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231-248.
- Gormley, T. A., and Matsa, D. A. (2016). "Playing it Safe? Managerial Preferences, Risk, and Agency Conflicts". *Journal of Financial Economics*, 122(3), 431-455.
- Gornall, W., & Strebulaev, I. A. (2021). "The Economic Impact of Venture Capital: Evidence from Public Companies." *Stanford University, Graduate School of Business*. SSRN 2681841.
- Gorton, G., and Schmid, F. (1999). "Corporate Governance, Ownership Dispersion and Efficiency: Empirical Evidence From Austrian Cooperative Banking". *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 119-140.
- Goshen, Z., Hamdani, A. (2019). *Corporate Control and the Regulation of Controlling Shareholders*. Law and Finance of Related Party Transactions, Cambridge.
- Göktürk, K. (2014). "Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Özellikle Yetki Devri Halinde Gözetim Sorumluluğu ve Hukuki Belirlilik Sorunu." *TBB Dergisi*, 114, 179-200.
- Göktürk, K. (2017). "Anonim Şirket Pay Sahipliği Haklarının Kullanılmasında Muhalefet Şartı". *İnönü Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 8(2), 53-78.
- Göktürk, K. (2021). "Şirketler Hukukunda Affectio Societatisin Anlamları" *Başkent Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 7(2), 217-234
- Göl Beşer, S., Ötken A. B. and Okan Yolbulan, E. (2018). "Bir Tercih Olarak Büyümeme: Cüce Şirketler." *Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 9(18), 613-628.
- Gregoriou, G. N. (Ed.). (2008). *Encyclopedia of Alternative Investments*. CRC Press.
- Gregson, G. (2014). *Financing New Ventures: An Entrepreneur's Guide to Business Angel Investment*. Business Expert Press.
- Gross, B. (1997). "Technology Centers and Business Incubators in Germany." *OCDE/GD*, (97), 202, 75-90.

- Grossman, S. J., and Hart, O. D. (1980). "Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation". *The Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Groves, T. and Ledyard, J. (1977). "Optimal Allocation of Public Goods: A Solution to the Free Rider Problem", *Econometrica*, 45, 783-810.
- Grundmann, S. (2007). *European Company Law: Organisation, Finance and Capital Markets*, Intersentia, Antwerpen, Oxford, 287-279.
- Guilhon, B. (2020). *Venture Capital and the Financing of Innovation*. John Wiley & Sons.
- Gulati, S. (2014). "Crowdfunding: A Kick Starter For Startups." TD Economics. 1-19.
- Gupta, O., and Roos, G. (2001). *Business Incubators and Science Parks—A Discussion Paper Reviewing Key Success Factors for Incubation Schemes*. AECC, Launceston.
- Gupta, P. (2021). "Shareholder's Agreement and Articles of Association: Power Struggle." *International Journal of Law Management & Humanities*, 4, 1239-1247.
- Gümüş, M. A. (2012). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler Cilt I-İsimsiz Sözleşmeler Teorisi, Satış, Mal Değişimi, Kira, Kullanım Ödücüsü, Tüketim Ödücüsü*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Gümüş, M. A. (2015). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler, Kısa Ders Kitabı*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Günel, V., Okat, Y. Ö. (2021). *Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Günay, E. D. (2018). *Sermaye Piyasası Hukukunda Örtülü Kazanç Aktarımı ve Türk Ticaret Kanunu Açısından Değerlendirilmesi*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Günay, Y.S. (2020). *Anonim Şirketlerin Temsili*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Günay, Y.S. (2023). "A Comparative Legal, Economic and Structural Analysis of Challenging Shareholders' Resolutions Under Turkish and English Legal Systems" *Yıldırım Beyazıt Hukuk Dergisi*, 2, 493-533.
- Güney, S. (2015). *Girişimcilik: Temel Kavramlar ve Bazı Güncel Konular*. Ankara: Siyasal Kitabevi.
- Gürbüz Usluel, A. E. (2009). *Türk Özel Hukukunda Özellikle Anonim Şirketlerde Ticarî Sırrın Korunması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Gürel, M. (2014). *Anonim Şirketin Kendi Paylarının İktisabı Amacıyla Finansal Destek Verme Yasağı*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Gürsoy, G., Aydoğan, K. (2002) "Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies", *Emerging Markets, Finance & Trade*, Vol: 38.
- Güvel, E. and Ata, A. (2009). "Yolsuzluk Olgusunun Ortaya Çıkmasında Asimetrik Bilginin Rolü: Teorik Bir Bakış Açısı". *Sosyoekonomi*, 9(9).
- Hacımahmutoğlu, S. (2016). *Anonim Ortaklıkta Ultra Vires Doktrini ve Ortaklığı Bağlamaya Yetkili Organın (Yönetim Kurulunun) Yetkilerinin Sınırlandırılması*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Hackett, S. M., and Dilts, D. M. (2004). "A Systematic Review of Business Incubation Research." *The Journal of Technology Transfer*, 29(1), 55-82.
- Haislip, A. (2011), *Essentials of Venture Capital*. New Jersey: John Wiley.
- Hall, B. H., and Lerner, J. (2010). "The Financing of R&D and Innovation". In *Handbook of the Economics of Innovation*, Vol. 1, ss. 609-639.

- Hallen, B. L., Cohen, S. L., and Bingham, C. B. (2020). "Do Accelerators Work? If So, How?" *Organization Science*, 31(2), 378-414.
- Hannigan, B. (2016). *Company Law*. Oxford University Press, USA.
- Hansen, R.G. (1987). "A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers And Acquisitions." *Journal of Business*, 60, 75–95.
- Harris, T. J. (2002). "Bridge Financing Over Troubled Waters". *The Journal of Private Equity*, 6(1), 59-63.
- Harris, T. J. (2003). "Modeling the Conversion Decisions of Preferred Stock". *Business Lawyer (ABA)*, 58(2), 587-600.
- Hawk, B. (2015). *Law and Commerce in Pre-Industrial Societies*. Brill&Nijhoff.
- Hazen, T.L (2012). "Crowdfunding or Fraudfunding- Social Networks and the Securities Laws-Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosures," *North Carolina Law Review*, 90(13), 1766.
- Hebert, R.F., and Link A.N. (2009). *A History of Entrepreneurship*. Routledge Studies in History of Economics.
- Hellman, T. Puri, M. (2000). "The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital" *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- Hellman, T. ve Stiglitz, J. E. (2000). "Credit and Equity Rationing in Markets with Adverse Selection". *European Economic Review*, 44, 281- 304.
- Hellman, T., and Thiele, V. (2017). "Friends or Foes? The Interrrelationship Between Angel and Venture Capital Markets". *National Bureau of Economic Research (NBER)*, Working Paper 2014/7
- Helvacı, M. (1998). "Anonim Ortaklıkta Ticaret Kanunundan Kaynaklanan Azınlık Haklarının Hukuki Niteliği ve Tanımı," In *Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan*, İstanbul: Beta Basım Yayım Dağıtım, ss. 297-310
- Helvacı, M. (2001). *Anonim Ortaklıkta Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu*, 2. Bası. İstanbul: Beta Yayınları.
- Helvacı, M., Çamurcu, E., Türkyılmaz, İ. (2017). "Özellikle Anonim Şirket Açısından Şirket Menfaati Kavramı." *Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Armağan*, İstanbul.
- Helwig, J. B. (1955). "The Fiduciary Duty of Controlling Shareholders". *W. Res. L. Rev.*, 7, 467-481.
- Hemer, J. (2011). "A Snapshot on Crowdfunding, Arbeitspapiere Unternehmen und Region" No. R2/2011, *Fraunhofer ISI, Karlsruhe*, 1-39.
- Heminway, J. M. (2017). "Selling Crowdfunded Equity: A New Frontier". *Okla. L. Rev.*, 70, 189.
- Higgins, M. J., Lacombe, D. J., Stenard, B.S, and Young, A.T. (2021). "Evaluating the Effects of Small Business Administration Lending on Growth." *Small Bus Econ* 57, 23–45.
- Hill, C. A., & Solomon, S. D. (Eds.). (2016). *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*. Edward Elgar Publishing.
- Hillier, B. (1997). *The Economics of Asymmetric Information*. London; Mc Millan Press, First Published.
- Hills, G. S. (1930). "Convertible Securities - Legal Aspects and Draftsmanship" *California Law Review*, 19(1), 1-39.
- Hirst, S., and Kastiel, K. (2019). "Corporate Governance by Index Exclusion", *Boston University Law Review*, 99(3), 1229-1278.

- Hisrich, R.D., Peters, M.P., and Shepherd, D.A. (2017). *Entrepreneurship*. NY: McGraw Hill Education,
- Hofstetter, K. (2005). "One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for Controlled Companies". *North Carolina Journal of International Law & Com. Reg.*, 31, 597-663.
- Hogan, D. R. (2016). *The Entrepreneur'S Edge II: Finding the Money*. Authorhouse Publishing.
- Hollas, J. (2013). "Is Crowdfunding Now A Threat to Traditional Finance?" *Corporate Finance Review*, 18(1), 27.
- Hoover, C. B. (1926). "The Sea Loan in Genoa in the Twelfth Century". *The Quarterly Journal of Economics*, 40(3), 495-529.
- Hope, O. K., Langli, J. C., and Thomas, W. B. (2012). "Agency Conflicts and Auditing in Private Firms." *Accounting, Organizations and Society*, 37(7), 500-517.
- Hopp, C. (2010). "When Do Venture Capitalists Collaborate? Evidence on the Driving Forces of Venture Capital Syndication". *Small Business Economics*, 35, 417-431.
- Hossain, M., Yoshino, N., and Tsubota, K. (2023). "Sustainable Financing Strategies for the SMEs: Two Alternative Models." *Sustainability*, 15(11), 8488.
- Humphrey, N. (2004). "Venture Capital Investment Trends." *JASSA: The Journal of the Securities Institute of Australia*, (1), 2-6.
- Huse, M., and Zattoni, A. (2008). "Trust, Firm Life Cycle, and Actual Board Behavior: Evidence From Bone of the Lads in the Board of Three Small Firms". *International Studies of Management & Organization*, 38(3), 71-97
- Ibrahim, D. M. (2010). "Debt as Venture Capital". *University of Illionis Law Review*, 1169-1210.
- Ibrahim, D. M. (2012). "The New Exit in Venture Capital". *Vanderbilt Law Review* 1.
- Ibrahim, D. M. (2019). "Public or Private Venture Capital?" *Washington Law Review* 1137-1174.
- Ibrahim, D. M. (2020). "Underwriting Crowdfunding". *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 25(2), 302.
- İmregün O. (1962). *Anonim Şirketlerde Pay Sahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri*. İsmail Akgün Matbaası.
- İmregün, O. (1984). "Türk Hukukunda Anonim Ortaklıklarda Toplantı ve Karar Yetersayıları". *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası (İÜHFM)*, 1, 349-362.
- İmregün, O. (1989). *Anonim Ortaklıklar*, (4. Bası). İstanbul: Yasa Yayınları.
- İnanır, A. (2020). "16. ve 18. Asırlarda Osmanlı Fetva Literatüründe Mudarebe Ortaklığı" *Eskiye 40*, 37-72.
- İnce, S. T. (2019). *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Pay Sahipleri Sözleşmesi*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- İncekara, A. (1995). *Türkiye'de Teşvik Sistemi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No:1995/10.
- İpek Kayalı, F. (2014). *Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.

- İpek, F. (2013). "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Kayıtlı Sermaye Düzenlemesi ve Bu Düzenlemenin Sermaye Piyasası Hukuku Işığında Değerlendirilmesi." *Yaşar Üniversitesi E-Dergisi*, 8 (Özel), 1413-1456.
- İpek, D. (2006). "Risk Sermayesi Finansman Modeli." *Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 7(6), 385-408.
- İşeri, F. E. (1993). *Risk Sermayesi*. Ankara: BİAR-Konrad Adenauer Stiftung.
- İşeri, M. (2001). *Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği*. İstanbul: Türkmen Kitapevi.
- İzmirli, Y. (2001). *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Organ Niteliğini Kaybetmesi ve Bunun Sonuçları*. (1. Baskı). İstanbul: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Jain, B., and Kini, O. (1995). "Venture Capitalist Participation and the Post-Issue Operating Performance of IPO Firms," *Managerial and Decision Economics* 16(6), 593-606.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems". *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jerzemowska, M. (2006). "The Main Agency Problems and Their Consequences". *Acta Oeconomica Pragensia*, 14(3), 9-17.
- Jia, J., Jin, G. Z., and Wagman, L. (2021). "The Short-Run Effects of the General Data Protection Regulation on Technology Venture Investment". *Marketing Science*, 40(4), 661-684.
- Jia, Y. (2015). "Financing High-Tech Start-Ups: Moral Hazard, Information Asymmetry and the Reallocation of Control Rights". *The BE Journal of Economic Analysis & Policy*, 15(2), 685-708.
- Jin, Y., Xu, M., Wang, W., and Xi, Y. (2021). "Venture Capital Network and the M&A Performance of Listed Companies". *China Finance Review International*, 11(1), 92-123.
- Joffe, V., Drake, D., Richardson, G., and Lightman, D., Collingwood, T. (2011). *Minority Shareholders: Law, Practice and Procedure*. Oxford University Press, USA.
- Johan, S. A. (2010). "Listing Standards as a Signal of IPO Preparedness and Quality". *International Review of Law and Economics*, 30(2), 128-144.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). "Tunneling". *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Kalkan, C. (2020). *Mudarebe Sözleşmesinde Kar*. Yayımlanmamış Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İstanbul.
- Kane, T. (2010). *The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction*. Kauffman Foundation Research Series: Firm Formation and Economic Growth.
- Kanze, D., Huang, L., Conley, M. A., and Higgins, E. T. (2017). "Male and Female Entrepreneurs Get Asked Different Questions by VCs—and it Affects How Much Funding They Get." *Harvard Business Review*.

- Kaplan, S. N., and Strömberg, P. (2003). "Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts". *The Review of Economic Studies*, 70(2). (Financial Contracting Theory)
- Kaplan, S. N., Strömberg, P. E. (2004). "Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence From Venture Capitalist Analyses". *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210 (Characteristics, Contracts, and Actions).
- Karaege, Ö. (2014). "Anonim Şirketlerde Genel Kurulun Yönetim Kurulu Üyelerini Görevden Alma (Azil) Yetkisi TTK m. 364". *Ankara Barosu Dergisi*, 2014/1. 71-110.
- Karahan, S. (Editör). (2015). *Şirketler Hukuku, (2. Baskı)*. Konya: Mimoza Yayınları.
- Kara, E. (2021). "Hamile Yazılı Pay Senetlerinin Devrinde Halka Kapalı Anonim Şirketler Açısından 7262 Sayılı Kanunla FEGG Doğrultusunda Yapılan Değişiklikler." *Terazi Hukuk Dergisi*, S. 184. ss, 2320-2333.
- Karaöz, M., Dulupçu, M. A., Albeni, M., Demirgil, H., Sungur, O. (2012). "İşletme Kuluçkalarında Sunulan Destek Hizmetlerinin Yeni Kurulan Firmaların Hayatta Kalabilirliği Üzerine Etkisi: İş Geliştirme Merkezleri (İŞGEM) Örneği." *Global Journal of Economics and Business Studies*, 1(1), 13-21.
- Karasu, R. (2005). "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'na göre Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı". *BATİDER*, C. XXIII(2).
- Karasu, R. (2008). "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Nama Yazılı Payların Devrinin Sınırlandırılması". *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 12(1), 127-148.
- Karasu, R. (2012). "6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi". *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 18(2), 311-332.
- Karasu, R. (2015). *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*. Ankara: Yetkin Yayınevi.
- Karasu, R. (2016). "Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı". *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 2(1). (Temsil Edilme Hakkı).
- Karataş, F.T. (2013). "Karine Kavramı, Kanuni Karineler ve Varsayımlar". *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 62(3), 729-759
- Karatay, E. (2019). *Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE'lerin (Simple Agreement for Future Equity) Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi*. Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Karolyi, G. A. (2012). "Corporate Governance, Agency Problems and International Cross-Listings: A Defense of the Bonding Hypothesis". *Emerging Markets Review*, 13(4), 516-547.
- Kasbar, M. S. H., Tsitsianis, N., Triantafylli, A., and Haslam, C. (2023). "An Empirical Evaluation of the Impact of Agency Conflicts on The Association Between Corporate Governance and Firm Financial Performance". *Journal of Applied Accounting Research*, 24(2), 235-259.
- Kaşak, E. (2019). *Anonim Şirketlerde Genel Kurul ile Yönetim Kurulu Arasındaki Yetki Dağılımına İlişkin Temel Esaslar*. İstanbul: On İki Levha Yayınları.
- Kaya, A. (2001). *Anonim Ortaklıkta Bilgi Alma Hakkı*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.

- Kaya, A. (2013). "Halka Açık Ortaklıklarda Örtülü Kazanç Aktarımı Yasağı (SerPK m.21)", *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, C.LXXI(2), 193-204.
- Kaya, A. (2021). *Gerekçeli, Karşılaştırmalı-Notlu Türk Ticaret Kanunu ve Türk Ticaret Kanunun Yürürlüğü ve Uygulama Şekli Hakkında Kanun*. (Güncellenmiş 2. Baskı), İstanbul: Beta Yayınevi.
- Kaya, İ. (2016). "İmtiyazlı Pay Kavramı ve Kayıtlı Sermaye Sisteminde İmtiyazlı Paylar". *Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2(3), 225-245.
- Kaya, M. İ. (2007). "Büyük Pay Sahiplerinin Azınlığı Ortaklıktan Çıkarma Hakkı (Squeeze-Out Right)". *Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* XI, 307-332.
- Kaya, M. İ. (2014). "Anonim Şirket Yönetim Kurulunun Denetim ve Gözetim Görevi." *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 16, 3261-3286.
- Kaya, M. İ. (2014). "Pay Sahiplerinin Anonim Şirket Genel Kurulunda Temsil Edilmesi." *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 30(4), 43-95.
- Kaya, M. İ. (2015). "Anonim Şirkette Tek Bir Pay Sahibinin Genel Kurulu Toplantıya Çağırması." *Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı*, Banka ve Tic. Huk. Araş. Enst., 403-434.
- Kaya, M. İ. (2022). *Şartlı Sermaye Artırımı*, (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 2. Baskı). (Şartlı Sermaye Artırımı). İstanbul: Yetkin Yayınları.
- Kaya, M. İ. ve Gözübüyük, B. (2022). "Kitle Fonlamasının Teknoloji Alanında Yenilik Getiren Fikirlerin Finansmanındaki Rolü ve Kitle Fonlaması Sisteminde Yatırımcıların Korunmasının Önemi." *Hacettepe Hukuk Fakültesi Dergisi*, 12(2), 1081-1127.
- Kaya, M. İ., Tatlı, B. (2023). *Ticaret Hukuku I (Ticari İşletme ve Ortaklıklar Hukuku)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kaya, M. İ., Yalçın, C. (2023). "Anonim Şirket Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkının Güçlendirilmesine Yönelik Öneriler". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi* 39/1, 5-32.
- Kayasoylu, D. (2020). *Haksız Rekabet Hükümlerine Göre Üretim ve İş Sırlarının Korunması*. İstanbul: Seçkin Yayınları.
- Kayıhan, Ş. (2011). *6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirketlerde Üst Gözetim*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Keleş, M. K. (2010). "Türkiye'deki Teknokentlerin Mevcut Durumun İncelenmesi." *Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (11), 1-22.
- Kendigelen, A. (1999). *Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz*. İstanbul: Beta Yayınevi. (İmtiyaz).
- Kendigelen, A. (2006). *Adi Şirket, Ticaret Şirketleri ve Kooperatife İlişkin Payların Devrinde Şekil, Makalelerim, C.I, 1986-2001, (2. Bası)*. İstanbul: Arıkan Yayınevi. s. 215-243.
- Kendigelen, A. (Ed.). (2018). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları (2015-2016)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Kendigelen, A. (Ed.). (2018). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları (2017)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Kendigelen, A. (Ed.). (2020). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları (2019)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Kendigelen, A. (Ed.). (2021). *Yargıtay 11. Hukuk Dairesinin Türk Ticaret Kanununa İlişkin Kararları (2020)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

- Kendigelen, A., ve Kırca, İ. (2021). *Şirketler Hukuku*. İstanbul: On İki Levha Yayınları.
- Kennedy, D. B., Sivakumar, R., and Vetzal, K. R. (2006). "The Implications of IPO Underpricing for the Firm and Insiders: Tests of Asymmetric Information Theories". *Journal of Empirical Finance*, 13(1), 49-78.
- Kerem, B. (2017). *Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Kershaw, D. (2012). *Company Law in Context: Text and Materials*. Oxford University Press.
- Khan, T. (2006). "Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data". *The Economic Journal*, 116(510), C172-C189.
- Kılıçoğlu, A. (2022). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*, (Gözden Geçirilmiş Güncellenmiş 4. Baskı). Ankara: Turhan Kitapevi.
- Kırca, İ. (2014). "TTK m. 371.7 Hakkında Bir İnceleme: AB'ye Üyelik Yolunda Geri Adım". *BATİDER*, XXX (3), 23-37.
- Kırca, İ. (2020). "Halka Açık Olmayan Anonim Şirketler ile Limited Şirketlerin Paylarını Gerçek Değerinden İhraç Etmeleri Zorunlu Mudur?". *BATİDER*, 36, 5-28.
- Kırca, İ. (2022). *Anonim Şirket Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Kırca, İ., Şehirali Çelik, F. H., ve Manavgat, Ç. (2013). *Anonim Şirketler Hukuku cilt: 1 Temel Kavram ve İlkeler*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları. (Anonim Şirketler I).
- Kırca, İ., Şehirali Çelik, F. H., Manavgat, Ç. (2017). *Anonim Şirketler Hukuku, C. 2/2, Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, s. 43. (Anonim Şirketler, II).
- Kısa, U. (2003). "Anonim Ortaklıkta Yaşanan Çıkar Çatışmasının Azınlıkta Kalanlara Zarar Vermemesi İçin Öngörülen Önleyici Hukuki Araçlar", Prof. Dr. Ünal Tekinalp'e Armağan, İstanbul.
- Kıbar, A. F. (2018). "Sermaye Piyasası Hukuku Açısından Asimetrik Bilgi Sorunsalı ve Çözüm Yolları". *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 4(2), 187-210.
- Kim, O., and Walker, M. (1984). "The Free Rider Problem: Experimental Evidence". *Public Choice*, 43(1), 3-24.
- Kirchmaier, T., and Grant, J. (2005). "Corporate Ownership Structure and Performance in Europe". *European Management Review*, 2(3), 231-245.
- Kirihata, T. (2009). "Post-Investment Activities of Venture Capitalists When Making Investments in New Technology-Based Firms in Japan". *The Kyoto Economic Review*, 78(1), 39-51.
- Kirkit, E. (2022). *Anonim Şirket Payının Rehni*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Kitching, J., and Young, J. (1995). "Buying and Selling A Business: Warranties and Indemnities". *International Company and Commercial Law Review*, 6, 336-336.
- Kleinschmidt, M. (2007). *Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value*. Springer Science & Business Media.
- Klonowski, D. (2014). "Strategic Entrepreneurial Finance: From Value Creation to Realization." Routledge Advanced Texts in Economics and Finance.
- Klonowski, D. (2018). *The Venture Capital: Deformation Value Destruction Throughout the Investment Process*. Palgrave Macmillan.

- Kocayusufpaşaoğlu, N. (2017). *Borçlar Hukuku Genel Bölüm, Borçlar Hukukuna Giriş, Hukuki İşlem, Sözleşme*, (Yenilenmiş, Genişletilmiş, Tamamlanmış, 4. Basıdan 7. Tıpkı Bası) İstanbul: Filiz Kitapevi.
- Kojic, V., Lukac, Z. (2018). "An Alternative Approach to Solving Cost Minimization Problem with Cobb–Douglas Technology". Published online, Springer-Verlag GmbH Germany, part of Springer Nature 2018. (e. t. 6 Ocak 2021).
- Kokot-Stępień, P. (2022). "The Importance of External Financing in Management of Innovative Processes in the SME Sector." *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*, 21(1), 145–163.
- Kolb, R. W. (2012). *Too Much Is Not Enough: Incentives in Executive Compensation*. Financial Management Association Survey and Synthesis Series. New York, Oxford Academic.
- Kong, Q., Li, R., Peng, D., and Wong, Z. (2021). "High-Technology Development Zones and Innovation in Knowledge-Intensive Service Firms: Evidence from Chinese A-Share Listed Firms". *International Review of Financial Analysis*, 78, 101883.
- Korkmaz, Ö. (2020). *Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Korkut, Ö. (2007). "Anonim Şirketlerde Şirket Menfaati Kavramının Somutlaştırılması". *Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 11(2), 1-9.
- Korkut, Ö. (2007). *Anonim Şirketlerde İnançlı Yönetim Kurulu Üyeliği*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Korsmo, C. R. (2013). "Venture Capital and Preferred Stock". *Faculty Publications*, 62. s 1173. https://scholarlycommons.law.case.edu/faculty_publications/62
- Köksal, A. (2010). "Türk Ticaret Kanunu Tasarısının 397 ila 406. Maddeleri Arasında Düzenlenen Denetçinin Anonim Ortaklığın Bir Organı Olup Olmadığı Sorunu". *Prof. Dr. Firat Öztan'a Armağan, C I*. Ankara. s 1387.
- Köse, M. (2002). "Ticaret Hukuku Tarihi Açısından Mudarabe ve Commenda Ortaklıklarının Etkileşimi Hakkında Bir Deneme." *Atatürk Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 0 (17.)
- Kulms, R. (2001). "A Shareholder's Freedom of Contract in Close Corporations—Shareholder Agreements in the USA and Germany". *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 2(3-4), 685-701.
- Kumar, A. (2022). *Entrepreneurship Finance*. Red'Shine Publication.
- Kumaş, M. S., & Abdullayev, E. (2016). "Bir Finansman Modeli Olarak Mudârabe'nin Faizsiz Bankacılıkta Etkin Şekilde Kullanılması Sürecinde Sivil Toplum Örgütlerinin Aktif Rol Üstlenmesi". *International Journal of Islamic Economics and Finance Studies*, 2(1), 67-87.
- Kuner, C., Cate, F. H., Lynskey, O., Millard, C., Ni Loideain, N., and Svantesson, D. J. B. (2018). "Expanding the Artificial Intelligence-Data Protection Debate". *International Data Privacy Law*, 8(4), 289-292.
- Kurnaz, G. Bedük, A. (2017). "Türkiye’de ve Dünya’da Melek Yatırımcılık." *Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksek Okulu Dergisi*, 20, 27-40.
- Kuru, Ö. (2022). *Anonim Şirketlerde Temsil ve Temsil Yetkisinin Devri*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Kutluay, E. (2017). "Türk Borçlar Hukukunda Genel İşlem Koşulları". *Dokuz Eylül Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 19(3), 1369-1422.

- Küçükgüngör, A. (2018). *Kurumsal Yönetim İlkeleri Bakımından Halka Açık Anonim Şirketlerde İcrada Görevli Olmayan Yönetim Kurulu Üyeleri*. Ankara: Yetkin Yayınları.
- Küçükgüngör, A. (2020). *Sermaye Piyasası Hukukunda Erken Aşama Girişimlerin Paya Dayalı Kitle Fonlaması Yoluyla Finansmanı*. Ankara: Yetkin Yayınları.
- La Porta, R., Lopez-de-Salines, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997). "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52(3), 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). "Corporate Ownership Around the World". *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (2000). "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lajoux, A. R. (2019). *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, and Buyout Guide*, 5. Bası, McGraw-Hill.
- Lalkaka, R. (2001). "Fostering Technological Entrepreneurship and Innovation". *Millennium Book*, s. 1-18. (Technological Entrepreneurship).
- Lalkaka, R. (2001). "Best Practices in Business Incubation: Lessons (yet to be) Learned". In *International Conference on Business Centers: Actors for Economic & Social Development*. Brussels, November, Vol. 14, 1-35.
- Lam, M.S., and Vega, G. (2021). *Entrepreneurial Finance: Concepts and Cases*. (2. Baskı). Taylor&Francis Group, s. 59-60.
- Lam, S.S. (1991). "Venture Capital Financing: A Conceptual Framework". *Journal of Business Finance & Accounting*, 18 (2), 137-149.
- Landier, A., and Thesmar, D. (2003). *Financial Contracting with Optimistic Entrepreneurs: Theory and Evidence*. Centre for Economic Policy Research.
- Langevoort, D. C., Thompson, R.B. (2013). "Publicness" in Contemporary Securities Regulation After the JOBS Act". *101 GEO. Law Journal*, 337 – 384.
- Leach, J.C., and Melicher, R.W. (2012). *Entrepreneurial Finance*. (4. Baskı). South-Western Cengage Learning.
- Lehnertz, N., Plagmann, C., and Lutz, E. (2022). "Why Deep Pockets Make Great Borrowers: An Empirical Analysis of Venture Loans." *Journal of Business Economics*, 92(9), 1431-1453.
- Leisen, D. P. (2012). "Staged Venture Capital Contracting With Ratchets and Liquidation Rights". *Review of Financial Economics*, 21(1), 21-30.
- Leland, H. and D. Pyle, 1977, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance* 32, 371-387.
- Lemon Jr, J. L. (2003). "Don't Let Me Down (Round): Avoiding Illusory Terms in Venture Capital Financing in the Post-Internet Bubble Era". *Tex. J. Bus. L.*, 39, 1- 6.
- Lerman, M.P., Munyon, T.P., Carr, J. C. (2020). "Stress Events Theory: A Therotical Framework For Understanding Entrepreneurial Behaviour." *Entrepreneurial and Small Business Stressors, Experienced Stress and Well Being*. s. 35-65.
- Lerner, J. (1994). "The Syndication of Venture Capital Investments". *Financial Management*, 23(3), 16-27.
- Lerner, J. (1995). "Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms". *The Journal of Finance*, 50(1), 301-318.
- Levit, D. (2019). "Soft Shareholder Activism". *The Review of Financial Studies*, 32(7), 2775-2808.

- Li, H., Terjesen, S., and Umans, T. (2020). "Corporate Governance in Entrepreneurial Firms: A Systematic Review and Research Agenda". *Small Business Economics*, 54(1), 43-74.
- Li, S. (2020). "A Review of the Relationship between Agency Cost and Corporate Investment Efficiency". *American Journal of Industrial and Business Management*, 10(04), 734-748.
- Lin, T. C. (2010). "A Behavioral Framework For Securities Risk". *Seattle UL Rev.*, 34, 325.
- London Stock Exchange (2010a). (2010) *A Guide to AIM*. London: London Stock Exchange.
- Lorenz, T. (1989). *Venture Capital Today: A Practical Guide To Venture Capital Market*. (2. Baskı). Woodhead-Faulkner.
- Lundstrom, A., Stevenson, L. A. (2005). "Entrepreneurship Policy: Theory and Practice." *International Studies in Entrepreneurship*. New York: Springer, c. 9.
- Luypaert, M., and Van Caneghem, T. (2017). "Exploring the Double-Sided Effect of Information Asymmetry and Uncertainty in Mergers and Acquisitions". *Financial Management*, 46(4), 873-917.
- Ma, S. (2019). "The Lifecycle of Corporate Venture Capital". *The Review of Financial Studies*, Volume 33, Issue 1, 358-394.
- MacIntosh, J. G. (1989). "Minority Shareholder Rights in Canada and England: 1860-1987". *Osgoode Hall Law Journal*, 27(3), 561-646.
- MacIntosh, J. G., Holmes, J., and Thompson, S. (1991). "The Puzzle of Shareholder Fiduciary Duties". *Canadian Business Law Journal*, 19, 86-137.
- Maier, G. J. (1987). "Software Protection-Integrating Patent, Copyright and Trade Secret Law". *J. Pat. & Trademark Off. Soc'y*, 69, 151.
- Mallin, C., and Ow-Yong, K. (2012). "The UK Alternative Investment Market-Ethical Dimensions". *Entrepreneurship, Governance and Ethics*, s. 223-239.
- Manavgat, Ç. (2001). "Sermaye Piyasası Kanunu'nun 10/A Maddesi Hükmüne Göre Kaydi Sistemin Esasları". *Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 50(2), 161-191. (Kaydi Sistem)
- Manavgat, Ç. (2008). "Anonim Ortaklıklarda Kurumsal Yönetimde Kamunun İşlevi". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, C.XXIV*, S.2, 2008, s. 473-498.
- Manavgat, Ç. (2013). "Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları". *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, C: LXXI(2), 287-298.
- Manavgat, Ç. (2013). "Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunundaki Kayıtlı Sermaye Sistemine İlişkin Hükümlerin Değerlendirilmesi". *BATİDER*, XXIX(1), 45-78. (Kayıtlı Sermaye)
- Manavgat, Ç. (2014). "Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin İşlevleri Ve Sahip Olması Gereken Nitelikler." *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, 30, 35-75. (Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri).
- Manavgat, Ç. (2015). "Örtülü Kazanç Aktarımının Ortaklıklar Topluluğu Düzenlemelerindeki Sınırları". *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, C:XXXI, Sa:1, Mart 2015, s.86-105.
- Manavgat, Ç. (2016). *Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü: Ankara. (Halka Arz)
- Manavgat, Ç. (2017) 'Kayda Alma Sisteminden İzahnamenin Onayına Halka Arz ve Sermaye Artırımı'. iç Özkorkut, K. (Editör) *6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası*

- Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu*, İstanbul, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü. (Kayda Alma)
- Manavgat, Ç. (2019). “Anonim Ortaklıklarda Dürüst Resim İlkesi: Kapsam ve İlkeye Aykırılığın Finansal Tabloların Geçerliliğine Etkisi”. *Banking & Commercial Law Journal/Banka ve Ticaret Hukuk Dergisi*, 35(4). (Dürüst Resim)
- Manavgat, Ç. (2019). “Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması”. *Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan*, İstanbul: On İki Levha Yayınları, s. 765-786. (Kitle Fonlaması)
- Manigart, S., Bruining, J., Lockett, A., & Meuleman, M. (2002). *Why Do European Venture Capital Companies Syndicate?* (No. ERS-2002-98-ORG). Erasmus Research Institute of Management (ERIM).
- Mansurov, A. (2020). “Firm Perspective on Impression Management in Earnings Press Releases: Insights from TSX Venture Exchange Firms”. *Research Note Professional Accounting Research Group (PARG)*, Sprott School of Business, Carleton University, #PARG 2020-03RN.
- Mantysaari, P. (2005). *Comparative Corporate Governance: Shareholders as Rule Maker*, Springer Science & Business Media.
- Marangoz, M. (2017). *Girişimcilik*. (4. Baskı). İstanbul: Beta Yayınları.
- Martin, X., and Shalev, R. (2016). “Target Firm-Specific Information and Acquisition Efficiency”. *Management Science*, 63, 672–690.
- Maßbaum, A., and Sureth, C. (2009). “Thin Capitalization Rules and Entrepreneurial Capital Structure Decisions”. *Business Research*, 2, 147-169.
- Mastrodascio, M. (2021). *Corporate Governance Models: A Critical Assessment*. Routledge.
- Mathernova, K., and Le Bail, F. (2010). “The Smart Guide to Innovation Based Incubators (IBI).” *European Union Regional Policy*.
- Mathews, R. D. (2006). “Strategic Alliances, Equity Stakes, and Entry Deterrence”. *Journal of Financial Economics*, 80, 35–79.
- Mazurek, G., and Małagocka, K. (2019). “Perception of Privacy and Data Protection in the Context of the Development of Artificial Intelligence”. *Journal of Management Analytics*, 6(4), 344-364.
- McGowan, D. (2001). “Legal Implications of Open-Source Software”. *U. Ill. L. Rev.*, 241.
- McGowan, D. (2005). “Legal Aspects of Free and Open Source Software”. *Perspectives on Free and Open Source Software*, 361, 392.
- Memiş, T. (2009). “*Fikri Hukuk Bakımından Kaynak Kodlarının Korunması*”. *Fikri Mülkiyet Hukuku Yıllığı 2009*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Memiş, T., ve Turan, G. (2020) *Sermaye Piyasası Hukuku*, Güncellenmiş 5. Baskı, Ankara: Seçkin Yayınları.
- Mendoza, J.M. (2008). “Securities Regulation in Low-Tier Listing Venues: The Rise of the Alternative Investment Market”. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law*, 13(2), 257-328.
- Milhaupt, C. J., West, M. D. (2004). *Economic Organizations and Corporate Governance in Japan* (Oxford, online edn, Oxford Academic).
- Miller, G. J. (2005). “Solutions to Principal-Agent Problems in Firms”. In *Handbook of New Institutional Economics* (pp. 349-370). Boston, MA: Springer US.
- Miloud, T. (2016). “The Venture Capital Certification Role in Initial Public Offerings”. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(2), 479-492.

- Mock, S. (2016). "The Mini-GmbH (unternehmergesellschaft haftungsbeschränkt [ug]) in Germany". *I Modelli di Impresa Societaria fra Tradizione e Innovazione nel Contesto Europeo*, 153-164.
- Mock, S., Csach, K., and Havel, B. (Eds.). (2018). *International Handbook on Shareholders' Agreements: Regulation, Practice and Comparative Analysis*. Walter de Gruyter GmbH & Co KG.
- Mollick, E. (2014). "The Dynamics of CROWDFUNDING: An Exploratory Study". *Journal of Business Venturing*, 29(1), 1-16.
- Mollick, E., and Robb, A. (2016). "Democratizing Innovation and Capital Access: The Role of Crowdfunding." *University of California, Berkeley, California Management Review*, 58(2), 72-87.
- Molnar, L. A., and Wiley, N. (Eds.). (1997). *Business Incubation Works*. NBIA Publications.
- Montani, D., Gervasio, D., and Pulcini, A. (2020). "Startup Company Valuation: The State of Art and Future Trends". *International Business Research*, 13(9), 31-45.
- Morellec, E., and Smith Jr, C. W. (2007). "Agency Conflicts and Risk Management". *Review of Finance*, 11(1), 1-23.
- Moroğlu, E. (1994). "Anonim Ortaklıkta Çoğunluk Pay Sahiplerinin Azınlık ve İmtiyazlı Pay Sahiplerine Karşı Korunması", *BATIDER* 17, 51.
- Moroğlu, E. (2009). *Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Moroğlu, E. (2009). *Türk Ticaret Kanunu ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarıları, Değerlendirme ve Öneriler*, (6. Baskı), İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Moroğlu, E. (2015). *Oy Sözleşmeleri*, (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 5. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Moroğlu, E. (2018). *Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı*. (Güncelleştirilmiş 4. Baskı). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Moyer, R.C., Mcguigan, J. R., and Kretlow, W. J.(1992). *Contemporary Financial Management*. West Publishing Company.
- Muhammad Yusuf, S. (2013). *Islamic Commercial Law*. Wiley Publishing.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis". *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11-42.
- Myers S. and N. Majluf, 1985, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Mäntysaari, P. (2010). *The Law of Corporate Finance: General Principles and EU Law Volume II: Funding, Exit, Takeovers*. Springer.
- Nenova, T. (2003). "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-Country Analysis". *Journal of Financial Economics*, 68(3), 325-351.
- Nguyen X-T., and Hille, E. (2019). "Disruptive Lending For Innovations - Signaling Model and Banks Selection of Startups." *University of Pennsylvania Journal of Business Law* 21(1), 200-234.
- Nikolic, J., and Erk, J. (2011). "Boards of Directors Models and Role in Corporate Governance". *Management Journal* (1820-0222), 16(60).
- Nikolov, B., and Whited, T. M. (2014). "Agency Conflicts and Cash: Estimates from A Dynamic Model". *The Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921.

- Nomer, H. N. (2016). “Teminat Amaçlı Vefalı Satışlar ile İnanç Sözleşmeleri ve Lex Commissoria Yasağı”. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 22(3), 2007-2015.
- Nomer, N.F. (2002). “Yatırım Fonlarında Katılma Belgesi Sahibi ile Kurucu Arasındaki Hukuki İlişki ve Katılma Belgesi Sahibinin Hukuki Durumu”. *Prof. Dr. Ömer Teoman’a 55. Yaş Günü Armağanı*, C.I İstanbul.
- Ocaklı, O. (2024). *İyi Regülasyon İlkeleri Çerçevesinde Paya Dayalı Kitle Fonlaması*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Odman Boztosun, N. A. (2013). *Hukuksal Açıdan Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeliği*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- ODTÜ Girişimciler Topluluğu. (2018). *Girişimcilik Öyküleri*. (3. Basım), İstanbul: Elma Yayınevi.
- OECD (2011). *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*, OECD Publishing.
- OECD (2015). G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.
- OECD. (2006). *The SME Financing Gap, Volume II, Proceedings of the Brasilia Conference*. OECD Publishing.
- OECD. (2015). *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*. OECD Publishing.
- OECD/European Commission. (2014). *Policy Brief on Access to Business Start-up Finance for Inclusive Entrepreneurship: Entrepreneurial Activities in Europe*. Luxembourg: Publications Office of the European Union.
- OECD/Eurostat. (2018). “Oslo Manual 2018: Guidelines for Collecting, Reporting and Using Data on Innovation,” (4. Baskı). *The Measurement of Scientific, Technological and Innovation Activities*, OECD. Publishing, Paris/Eurostat, Luxembourg.
- Officer, M.S., Poulsen, A.B., and Stegemoller, M. (2009). “Target-Firm Information Asymmetry and Acquirer Returns. ” *Review of Finance*, 13, 467–493.
- Oğuz, E. (2019). *Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Oğuzman, K., ve Barlas, N. (2007). *Medeni Hukuk, Giriş-Kaynaklar-Temel Kavramlar*. 14. Bası. İstanbul: Arıkan Yayınevi.
- Oğuzman, K., ve Öz, T. (2021). *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, Cilt 1. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Oktay Özdemir, S (1999). “Teminat Amaçlı Mülkiyet Devir Sözleşmeleri.” *Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni*, 19(1-2), 657-683.
- Oktay, S. (2011). “İsimsiz Sözleşmelerin Geçerliliği, Yorumu ve Boşluklarının Tamamlanması”. *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası*, 55(1-2), 263-296.
- Okutan Nilsson, G. (2003). *Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri*. Çağa Hukuk Vakfı Yayınları.
- Okutan Nilsson, G., ve Atalay, O. (2007). “Anonim Ortaklık Pay Sahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası”. *Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan*, Cilt I, İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Okutucu Taftalı, İ. (2018). *6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Anonim Şirketlerde İmtiyaz*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

- Omri, W., Becuwe, A., & Mathe, J. C. (2014). "Ownership Structure and Innovative Behavior: Testing the Mediatory Role of Board Composition". *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(2), 220-239.
- O'Neal, F. H. (1987). "Oppression of Minority Shareholders: Protecting Minority Rights". *Clev. St. L. Rev.*, 35, 121.
- Onur, M. N., ve Değirmenci, Ö. (2015). "Crowdfunding-Kitle Fonlaması". *TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Çalışma Raporları*, 2015/7, 1-18.
- Oral, T. (2016). "Niyet Mektubu". *Türkiye Adalet Akademisi Dergisi*, 7(28), 145-171.
- Oran, O., ve Pashı, D. (2019). *Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu İç Yönergesi*. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Oran, Ö. (2020). *Türkiye'de Girişimciliğin Geliştirilmesinde Girişimcilik Ve Kuluçka Merkezlerinin Rolü: Küçükçekmece Girişimcilik ve İnovasyon Merkezi (KÜGİM) Örneği*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ordanini, A. Miceli, L., Pizzetti, M., and Parasuraman, A. (2011). "Crowdfunding: Transforming Customers Into Investors Through Innovative Service Platforms." *Journal of Service Management*, 22(4), 443-470.
- Oyer, P. and Schaefer, S. (2005). "Why Do Some Firms Give Stock Options to all employees? An Empirical Examination of Alternative Theories". *Journal of Financial Economics*, 76, 99- 133.
- Ozioko, M. M. (2022). "The Relevance of Intellectual Property in Mergers and Acquisitions". *International Journal of Comparative Law and Legal Philosophy*, 4(1), 45-52.
- Öğredik, G. (2015). "İlişkili Kişilere Faiz Karşılığı Borç Veren Bir Şirket Tefeci Midir?" *Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi*, 1, 138.
- Önder, M. F. (2001). "Türk Hukukunda Yatırım Fonları". *Öneri Dergisi*, 4 (16), 223-226.
- Öz, T. (2023). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Özdamar, E. (2019). *Anonim Şirkette Pay Devri*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Özdamar, M. (2005). *Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi (TTK m. 329)*. Ankara: Yetkin Yayınları.
- Özdamar, M. (2014). "6552 Sayılı Kanun ile TTK'da Yapılan Değişiklikler Çerçevesinde Anonim Şirketin Temsili". *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, XVIII (3-4), 137-163.
- Özdemir, C. (2020). *Yeni Finansman Yöntemi Kitle Fonlaması: Paya Dayalı Modelde Kalite Sinyalleri ve Diğer Başarı Faktörleri*. Yayınlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi, Ankara.
- Özdemir, S. S. (2023). *Halka Açık Anonim Şirketlerde Pay Sahibi Eylemciliği (Aktivizmi)*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Özeke, B. (2006). *Birleşme ve devralmalarda Due Diligence Kavramı ve Türk Hukukunda Satıcının Sorumluluğuna Etkisi*. Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İstanbul.
- Özer, İ. (1977). *Sanayileşmenin Sorunları ve Teşviki Politikası*. Ankara: Maliye Bakanlığı Tetkik Kurulu.
- Özgenç, İ. (2010). "Tefecilik Suçu." *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 14(2), 543-553.
- Özkaya, E. (2020). *Açıklamalı-İçtihatlı İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

- Özkorkut, K. (2013). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Açısından Anonim Şirketlerde Bağımsız Denetim*. Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Özsaraç, Y. (2008). *Para Vakıfları ve Risk Sermayesi Örnek Olay (Vakıf Risk Sermayesi A.Ş.)*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Eğitim Bilimleri Enstitüsü, Ankara.
- Öztek, S., Budak, A.C., Tunç Yücel, M., Kale, S., and Yeşilova, B. (2018). *Yeni Konkordato Hukuku: 7101 Sayılı Kanunla Değişik İcra ve İflas Kanunu m. 285-309 Şerhi*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Paccès, Alessio M. (2012). *Rethinking Corporate Governance – The Law and Economics of Control Powers*. New York: Routledge.
- Pallab, K. B. (2008). “Agency Problem and the Role of Corporate Governance Revisited”. Available at SSRN 1287185.
- Pandey, A. (2023). “Shareholders' Agreement and Its Significant Clauses”. *Issue 1 Indian JL & Legal Rsch.*, 5, 1-5.
- Parisi, F., and Fon, V. (2009). *The Economics of Lawmaking*. New York: Oxford University Press.
- Parra, Á., and Winter, R. A. (2022). “Early-Stage Venture Financing”. *Journal of Corporate Finance*, 77, 102291.
- Paslı, A. (2004). *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları.
- Paslı, A. (2008). “Anonim Ortaklıkta Kontrol Sahibinin Özel Durumu”. *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 66(2), 345-357.
- Paslı, A. (2009). *Anonim Ortaklığın Devralınması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Paslı, A. (2017). *Yargıtay Kararları Işığında Sermaye Artırımı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Patel, P.C., Tsionas, M.G. (2022). “Learning-by-Lending and Learning-By-Repaying: A Two-Sided Learning Model for Defaults on Small Business Administration Loans”. *Managerial and Decision Economics*, 43(4), 906–919.
- Pearce, R., and Barnes, S. (2006). *Raising Venture Capital*. New Jersey: John Wiley.
- Pehlivanoğlu, M. C. (2020). “Kitle Fonlaması Platformunun Bilgi Formundan Sorumluluğu”. *İzmir Barosu Dergisi*, 85(2), 199-233.
- Pekcanitez, H., Erdönmez, G. (2018). *7101 Sayılı Kanun Çerçevesinde Konkordato*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Peksöz, V. (2022). *Medeni Usul Hukuku Açısından Adi Ortaklık İlişkileri*. (2. Bası). İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Perrewé P. L., Harms, P. D. (ed). (2020). *Entrepreneurial and Small Business Stressors, Experienced Stress and Well Being*. Emerald Publishing.
- Philips, L. (1987). *The Economics of Imperfect Information*. New York; Cambridge University Press.
- Phillips, G. M., & Zhdanov, A. (2017). *Venture Capital Investments and Merger and Acquisition Activity Around the World* (No. w24082). National Bureau of Economic Research.
- Plagge, A. (2006). *Public Policy for Venture Capital: A Comparison of the United States and Germany*. Germany: Deutscher Universitäts-Verlag.
- Platt, H. D. (2012). *Principles of Corporate Renewal*. The University of Michigan Press.
- Pollman, E. (2014). “Team Production Theory and Private Company Boards.” *Seattle University Law Review*, 38(16), 626–634.

- Pollman, E. (2019). "Startup Governance". *University of Pennsylvania Law Review*, 168. ss. 155-222.
- Pollman, E. (2023). "Startup Failure". *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper No 729/2023. (Startup Failure)
- Poroy, R. Tekinalp, Ü. Çamoğlu, E. (2017). *Ortaklıklar Hukuku II, Yeniden Yazılmış*. 13. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Poroy, R., Tekinalp, Ü. ve Çamoğlu, E. (2021). *Ortaklıklar Hukuku I*. (15. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Porta, R. L., Lopez-De-S. F. and Shleifer, A. (1999). "Corporate Ownership Around the World". *LIV the Journal of Finance*.
- Posner, R. A. (1992). *Economic Analysis of Law* (5th ed.). Boston, Massachusetts: Little Brown and Company.
- Prado, T. S., & Bauer, J. M. (2022). Big Tech Platform Acquisitions of Start-Ups and Venture Capital Funding for Innovation". *Information Economics and Policy*, 59, 100973.
- Pritchard, A.C. (2003). "Self-Regulation and Securities Markets". *Georgetown Univ. Law Ctr.*, Working Paper No. 318939.
- Pryor, J. H. (1977). "The Origins of the Commenda Contract." *Speculum*. 52 (1), 5–37.
- Pulaşlı, H. (1992). *Bağlı Nama Yazılı Pay Senetleri*. Ankara: Dayınlarlı Yayıncılık.
- Pulaşlı, H. (2007). "Şirket Satın Alma ve Birleşmelerinde İşletme Değerlemesi ve Due Diligence". *BATİDER*, XXIV(2), 203-235.
- Pulaşlı, H. (2007). "Anonim Şirketler Hukukunda CEO'nun Hukuki Durumu". *BATİDER*, C. XXIV, S, 1, 17-62.
- Pulaşlı, H. (2008). "Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Oy Hakkındaki İmtiyazın Sınırı ve Etkisiz Olduğu Haller". *BATİDER*, s. 19-32.
- Pulaşlı, H. (2014). "6552 Sayılı (Torba) Kanunla Türk Ticaret Kanununa Eklenen Yeni Hükümlerin Değerlendirilmesi". *Legal Hukuk Dergisi*, 12(124), 39-48.
- Pulaşlı, H. (2022). *Şirketler Hukuku Şerhi- Cilt I*. Tamamen Yenilenmiş ve Genişletilmiş 4. Baskı. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Pulaşlı, H. (2022). *Şirketler Hukuku Şerhi- Cilt III*. (Tamamen Yenilenmiş ve Genişletilmiş 4. Baskı). Ankara: Adalet Yayınevi.
- Pulaşlı, H. (2022). *Şirketler Hukuku Şerhi, Cilt IV*. (Tamamen Güncellenmiş ve Yenilenmiş 4. Baskı). Ankara: Adalet Yayınevi.
- Ramsinghani, M. (2014). *The Business of Venture Capital*. New Jersey: John Wiley and Sons.
- Ranaldo, A. (2002). "Transaction Costs on the Swiss Stock." *Financial Markets and Portfolio Managemnet*, 16, 53-63.
- Rausch, L. (1998). "Venture Capital Investment Trends in the United States and Europe". <https://www.nsf.gov/statistics/issuebrf/sib99303.htm> (e. t. 17.02.2023).
- Rauterberg, G. (2021). "The Separation of Voting and Control: the Role of Contract in Corporate Governance". *Yale Journal on Regulation*, 38(4), 1124-1181.
- Reece, K., and Ryan, L. C. (2020). *The Law and Practice of Shareholders Agreements*, Fifth Edition. LexisNexis.
- Reid, G.C. (1998). *Venture Capital Investments: An Agency Analyses of Practice*. Routledge.

- Reilly, D., Sokol, D., and Toniatti, D. (2023). "The Importance of Exit via Acquisition To Venture Capital, Entrepreneurship, and Innovation". *Minnesota Journal of International Law*, 32(1), 159-194.
- Renders, A., and Gaeremynck, A. (2012). "Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies". *Corporate Governance: an international review*, 20(2), 125-143.
- Repullo, R., and Suarez, J. (1999). "Venture Capital Finance: A Security Design Approach" CEPR Discussion Paper No. 2097.
- Reynolds, P. D. (2007). *"Entrepreneurship in the United States: The Future is Now."* Springer Science and Business Media.
- Rindfleisch, A., and Heide, J. B. (1997). "Transaction Cost Analysis: Past, Present, and Future Applications". *Journal of Marketing*, 61(4), 30-54
- Robinson, I. J. (2001). "Venture Capital Company Board and Management Guidelines in the United States". *International Business Lawyer*, 29(6), 268-279.
- Roe, Mark J. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press.
- Roe, Mark J. (2004) "Modern Politics and Ownership Separation", Gordon, Jeffrey N/Roe, Mark J. (eds.), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press.
- Rogers, S. (2020). *Entrepreneurial Finance: Finance and Business Strategies for the Serious Entrepreneur*. (4. Baskı). Mc Graw Hill.
- Romano, R. (1993). *The Genius of American Corporate Law*. Washington.
- Romans, A. (2013). *The Entrepreneurial Bible to Venture Capital: Inside Secrets from the Leaders in the Startup Game*. McGraw Hill Professional.
- Roper, S. (1997). "Product Innovation And Small Business Growth: A Comparison of The Strategies of German, UK and Irish Companies". *Small Business Economics*, 9, 523-537.
- Rosenstein, J. (1988). "The Board and Strategy: Venture Capital and High Technology". *Journal of Business Venturing*, 3(2), 159– 170.
- Ross, S. (1973). 'The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem' *American Economic Review*, 53(2), 134–39
- Ross, S. A. (1977). "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach." *The Bell Journal of Economics*, 8, 23-40.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., Wong, R., and Wong, B. (2015). *Essential of Corporate Finance*. Eleventh Edition. McGrawHill.
- Rosser, J. S. J. B. (2008). "A Nobel Prize for Asymmetric Information: the Economic Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz". In *Leading Contemporary Economists* (pp. 162-181). Routledge.
- Roth, M. (2013). "Shareholders' Agreements in Listed Companies: Germany". Available at SSRN 2234348.
- Rowland, D., Kohl, U., and Charlesworth, A. (2017). *Information Technology Law*. (5. Baskı). NY: Routledge Taylor and Francis Group.
- Sacek, A. (2015). "Due Diligence in Mergers and Acquisitions in Emerging Markets: Evaluated Risk Factors From the Academic and Practical View". *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 11(7), 363-372.
- Sacirbey, O. (2000). "Market Forces New Exit Strategies". In: *IPO Reporter*, 24 (19).

- Sáez, M. I., and Riaño, D. (2013). "Corporate Governance and the Shareholders' Meeting: Voting and Litigation". *European Business Organization Law Review (EBOR)*, 14(3), 343-399.
- Sahlman, W. (1990). "The Structure and Governance of Venture Capital Organizations". *Journal of Financial Economics*, 27, 473-521.
- Sakızlı, E. (2018). *Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitleli Fonlama*. İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı Yayını.
- Saldıroğlu, B. (2024). *Almanya'da Şirket Türleri ve Girişimci Şirket*. Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Salih, A. L. P., and Karakaş, A. (2008). "Asimetrik Bilgi Teorisi Karşısında Hayek'in Ekonomik Yaklaşımları: Karşılaştırmalı Bir Analiz". *Liberal Düşünce Dergisi*, 52, 215-230.
- Sampson, D. K. (1995). "The Fiduciary Duties of Corporate Directors to "Phantom" Stockholders". *The University of Chicago Law Review*, 62(3), 1275-1299.
- Sapienza, H. J., and Gupta, A. K. (1994). "Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction" *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618-1632.
- Sapienza, H. J., and Korsgaard, M. A. (1996). "Procedural Justice in Entrepreneur-Investor Relations". *Academy of Management Journal*, 39(3), 544-574.
- Sapuan, N. M. (2016). "An Evolution of Mudarabah Contract: A Viewpoint from Classical and Contemporary Islamic Scholar" *Procedia Economics and Finance*, 35, 349-358.
- Sarikaya, M. (2002). "Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler". *Cumhuriyet Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi*, 3(2), 54-79.
- Sarwoko, H. (2017). "Agency Theory Perspective in Implementation of Corporate Governance". *Proceedings of The 2th International Multidisciplinary Conference 2016*, 1, 68-84.
- Say, C. (2020). *Yeni Dünya Yeni Ağ*. İstanbul: Destek Yayınevi.
- Schertler, A. (2006). "The Venture Capital Industry in Europe." *Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions*.
- Schmidlin, N. (2014). *The Art of Company Valuation and Financial Statement Analysis: A Value Investor's Guide with Real-Life Case Studies*. New York: John Wiley & Sons.
- Schmidt, J. (2008). "The New Unternehmergeellschaft (Entrepreneurial Company) and the Limited-A Comparison". *German Law Journal*, 9(9), 1093-1108. (Entrepreneurial Company).
- Schmidt, K. M. (2008). "Convertible Securities and Venture Capital Finance". *Journal of Finance*, 58(3), 1139-1165.
- Schwartz, D. (2010). *The Future Of Finance: How Private Equity And Venture Capital Will Shape The Global Economy*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Schwartz, J. (2013). "The Law and Economics of Scaled Equity Market Regulation". *Journal of Corporate Law*, 347, 381- 82.
- Schwienbacher, A. (2002). "An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and in the United States". *Working Paper: University of Namur*.
- Schwienbacher, A. (2010). "Venture Capital Exits". In Cumming, *Venture Capital Investment*, 389-405.
- Seçilmiş, İ. E., ve Güran, M. C. (2010). "Kamusal Malların Sağlanmasında Bedavacılık Problemi ve Deneysel İktisat Uygulamaları Perspektifinden

- Değerlendirilmesi”. *H.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 28(2), 221256.
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2016). “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Bilgilendirme Rehberi.” <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/71>
- Sermaye Piyasası Kurulu. (2022). Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: Sermaye Piyasası Araçlarında Kaydileştirme.
- Serozan, R., Baysal, B., Sanlı, K.C. (2019). *Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Sevi, A. M. (2021). “Anonim Ortaklık Organlarında Kilitlenme Hâli ve Hukukî Çözüm Yolları”. *iç Karagöz, H., Özcanlı, B. Palanduz, S. (edr). Tüzel Kişilik Penceresinden Anonim Ortaklık Sempozyumu*. MEF Üniversitesi Hukuk Fakültesi İstanbul: On İki Levha Yayıncılık. (Kilitlenme).
- Sevi, A.M (2018). *Anonim Ortaklıkta Payın Devri*. Ankara: Seçkin Yayıncılık. (Payın Devri).
- Shaharuddin, A. (2010). *A Study on Mudarabah in Islamic Law and Its Application in Malaysian Islamic Banks*. University of Exeter Yayınlanmamış Doktora Tezi.
- Shane, S. A. (2009). *Fool’s Gold? The Truth Behind Angel Investing in America*. Oxford University Press.
- Shepherd, D. A., and Zacharakis, A. (2001). “The Venture Capitalist-Entrepreneur Relationship: Control, Trust and Confidence in Co-Operative Behaviour”. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 3(2), 129-149.
- Sırma, İ. Saldanlı, A. (2018). “Kitlesel Fonlama ve Türkiye Uygulamalarının Etkinliği”. *iç Sosyal Bilimler Yönetim ve Çevre. Akademisyen Yayınevi Bilimsel Araştırmalar Kitabı*. s. 59-67.
- Siegel, R., E. Siegel, and I. C. MacMillan. (1988). “Corporate Venture Capitalists: Autonomy, Obstacles, and Performance”. *Journal of Business Venturing*, 3,233–47.
- Sirmen, L. (2015). “Genel İşlem Şartları Kavramı”. *İzmir Barosu Dergisi*, 3, 208.
- Sloan, C., Brackstone, E. (2018). “Corporate and Intellectual Property Considerations for Startups Seeking Venture Capital Funding”. *Landslide*, 10(6), 28-32.
- Smilor, R. W., Gill, M. D. (1986). “The New Business Incubator: Linking Talent.” *Technology, Capital, and Know-How*. Massachusetts: Lexington Books.
- Smith, D. (2005). “The Exit Structure of Venture Capital”. *UCLA Law Review*, 53(2), 315-356.
- Smith, D. G. (1997). “The Venture Capital Company: Contractarian Rebuttal to the Political Theory of American Corporate Finance”. *Tennessee Law Review*, 65(1), 119.
- Smith, D. G., Wright, M., and Hintze, M. K. (2011). “Private Ordering with Shareholder Bylaws”. *Fordham Law Rev.*, 80, 125.
- Smith, J. K., and Simith, R. L. (2019). *Entrepreneurial Finance: Venture Capital, Deal Structure & Valuation*. (2. Baskı). Stanford Business Books.
- Smith, J.K., Smith, R.L., Bliss, R. T. (2011). *Entrepreneurial Finance: Strategy, Valuation and Deal Structure*. Stanford Economic and Finance.
- Souitaris, V. (2003). “Determinants of Technological Innovation: Current Research Trends and Future Prospects” *iç Shavinina, L.V. (2003). (ed.) The International Handbook on Innovation*, ss. 513-528.

- Soykan, İ. C. (2019). *Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Soykan, İ. C. (2020). "Sermaye Artırımı Kararlarının Dürüstlük Kuralına Aykırılığı". *İÜHF Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, Türk Ticaret Kanunu Sempozyumu III*, s 195 vd.
- Stancill, J. M. (2008). *Entrepreneurial Finance For New and Emerging Businesses*. Thomson Learning.
- Steier, L., & Greenwood, R. (1995). "Venture Capitalist Relationships in the Deal Structuring and Post-Investment Stages of New Firm Creation". *Journal of Management Studies*, 32(3), 337-357.
- Steigenberger, N. (2017). "Why Supporters Contribute to Reward-Based Crowdfunding." *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 23(2), 336-353.
- Stephens, B., Butler, J. S., Garg, R., and Gibson, D. V. (2019). "Austin, Boston, Silicon Valley, and New York: Case Studies in the Location Choices of Entrepreneurs in Maintaining the Technopolis." *Technological Forecasting and Social Change*, 146, 267-280.
- Stevenson, S. (2001). "The Venture Capital Solution to the Problem of Close Corporation Shareholder Fiduciary Duties". *Duke Law Journal*, 51(3), 1139-1178. (Venture Capital Solution)
- Stringham, E. P., and Chen, I. (2012). "The Alternative of Private Regulation: the London Stock Exchange's Alternative Investment Market As A Model". *Economic Affairs*, 32(3), 37-43.
- Sullivan, T.D. (2017). "What Do Venture Capital and Private Equity Firms Do ? Some Current and Historical Examples." *Journal of Business and Finance Librarianship*, 22(3-4), 182-189.
- Sulu, M. (2019). *Anonim Ortaklıklarda Şirket Menfaati Kavramı*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Sulu, M. (2022). "Pay Sahipleri Sözleşmelerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk ve Tahkim". *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi*, 8(2), 511-528.
- Sulu, M. (2023). *Anonim Ortaklık Organlarının Kilitlenmesine İlişkin Sözleşmesel Düzen – Uyuşmazlık Çözüm Yöntemleri Bağlamında Bir İnceleme-*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Sundarasan, S., Goel, S. and Zulaini, F.A. (2017), "Impact of Investors' Protection, Transparency Level and Legal Origin on Initial Public Offering (IPO) Initial Returns", *Managerial Finance*, 43(7), 738-760.
- Sungur, H. H. (1959). *Türk Ticaret Kanunu Şerhi ve Tatbikatı ve İlgili Mevzuat II, Ticaret Şirketleri*, İstanbul.
- Sümer, A. (1991). *Anonim Ortaklıklarda Azınlık Haklarının Korunması ve Anonim Ortaklığın Haklı Nedenlerle Feshi*. İ. Akgün Vakfı;
- Sümer, B. (2022). *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Swinson, J. (1991). "Copyright or Patent or Both: An Algorithmic Approach to Computer Software Protection". *Harv. JL & Tech.*, 5, 145.
- Şahin A. (2013). *Anonim Ortaklığın Haklı Sebeple Feshi*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.

- Şahin, H., and Palta, S. (2020). "Türkiye’de Girişimciliğin Gelişimini Etkileyen Yapısal Etmenler Üzerine Bir Değerlendirme". *Yönetim ve Ekonomi Dergisi*, 27(3), 511-534.
- Şahin, N. (2023). *İştirak (Sermaye Katılım) Sözleşmeleri Yoluyla Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliğinin Kazanılması*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Şehirali Çelik, F. H. (2008). *Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninde Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler*. Ankara: Yetkin Yayınevi.
- Şener, O. H. (2023). *Anonim Ortaklıklara İlişkin Emsal Yargıtay Kararlarının Değerlendirilmesi*, (Gözden Geçirilmiş ve Güncellenmiş 3. Baskı). Ankara: Seçkin Yayınevi.
- Şenyuva, A. (1990). *Cesaret Sermayesi*. Ankara: Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları.
- Şimşek, B. (2023). *Anonim Şirketlerde İlişkili Taraf İşlemleri*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Tan, W. L., and Tan, T. M. (2004). "The Impact of Corporate Governance on Value Creation in Entrepreneurial Firms". *Rencontres de St-Gall, Appenzell*.
- Taşedelen, N. (2005). *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibi Sifatının Kazanılması*. İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- T.C. Ekonomi Bakanlığı ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı. (2012). *Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Çıkarımlar ve Öneriler*. Ankara: TTGV.
- Teichmann, C. (2010). "Modernizing the GmbH: Germany's Move in Regulatory Competition." *European Company Law*, 7, 20
- Teitelbaum, J. C., and Zeiler, K. (Eds.). (2018). *Research Handbook On Behavioral Law and Economics*. Edward Elgar Publishing.
- Tekin Turhan, G. (2020). "Dış Kaynaklı Finansal Destek Düzeyinin Ar-Ge Harcamaları, İnovasyon ve Rekabet Endeksi Açısından Değerlendirilmesi: Risk Sermayesi." *International Journal of Entrepreneurship and Management Inquiries*, 4 (Özel Sayı 1), 162-181.
- Tekinalp Ü. (1988). "Otuz Yıllık Uygulamanın Işığında Azınlık Hakları Sisteminin ve Uygulamasının Değerlendirilmesi" iç *TTK'nın 30. Yıl Semineri*. İstanbul Sanayi Odası, 229-254. (Azınlık Hakları)
- Tekinalp, Ü. (1996). *İmtiyazlı Paylara İlişkin Bazı Sorunlar*. Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu VIII, Ankara, s 1-23.
- Tekinalp, Ü. (2000). "Nama Yazılı Kaydi Payların Devrinde Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kayıtlarının Etkisi ve Niteliği". *Prof. Dr. Tahir Çağa'nın Anısına Armağan*, İstanbul.
- Tekinalp, Ü. (2003). "Anonim Ortaklıklara İlişkin Yeni Hukuk Politikalarının ve Yönetim Denetim Felsefelerinin Dinamikleri ile Bunlar Arasındaki İlişki". *Prof. Dr. Turgut Kalpsüz'e Armağan*, Ankara. 227- 252
- Tekinalp, Ü. (2012). *Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları, Pay Defteri Hukuku İle*. İstanbul: Vedat Kitapçılık. (Bağlam).
- Tekinalp, Ü. (2013). "Emredici Hükümler Açısından Genel Kurul Kararlarının İptali ve Butlanı Sorunu". *Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 2, 13-18.
- Tekinalp, Ü. (2013). *Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku*, (3. Baskı). İstanbul: Vedat Kitapçılık.
- Tekinalp, Ü., Çamoğlu, E. (2018). *Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Hukuku*, (Açıklamalı Genişletilmiş 2. Bası), İstanbul: Vedat Yayınevi.

- Tepecik, F. (2018). "Sözleşmelerde Asimetrik Bilgi". *Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 4(1), 21-33.
- Thomas, J. (2014). Venturenomics: Adjusting for Three Standard Practices May Reduce Venture-Backed Company Pre-Money Valuations by 90%. *Harv. Bus. L. Rev. Online*, 5, 1-2.
- Timmons, J. A., & Bygrave, W. D. (1986). Venture Capital's Role in Financing Innovation For Economic Growth". *Journal of Business venturing*, 1(2), 161-176.
- Topaloğlu. M. (1997). *Bilgisayar Programları Üzerindeki Haklar ve Bu Hakların Korunması*. İstanbul: Bilişim Vakfı Yayınları.
- Toraman Çolgar, E. (2022). "Halka Açık Anonim Ortaklıklarda İmtiyaz Tesisi Yoluyla Yönetim Kontrolünün Sağlanması". *Koç Üniversitesi Doktor Nüsret – Semahat Arsel Uluslararası Ticaret Hukuku Uygulama ve Araştırma Merkezi*.
- Torre, M.L., Vento, G. A. (2006). *Microfinance*. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions.
- Trabelsi, D. (2007). "Venture Capital and Timing of IPO". Finance International Meeting AFFI-EUROFIDAI Paper.
- Tsaplin, E., and Pozdeeva, Y. (2017). "International Strategies of Business Incubation: the USA, Germany and Russia." *International Journal of Innovation*, 5(1), 32-45.
- Tuncel, K. (2000). *Risk Sermayesi Finansman Modeli: Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları.
- Tütüncü, M. (2017). "“Anonim” Şirketlerin Sonu: Hamiline Yazılı Pay Senetleri İçin Öngörülen Yeni Düzenlemeler". *İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C. 16, S. 2. ss. 749-782. ;
- Tüysüz, H. (2020). "Araştırma-Geliştirme ve İnovasyon Çalışmalarında Devletin Rolü: KOSGEB Örneği". Yayınlanmamış Doktora Tezi, Zonguldak Bülent Ecevit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tyebjee, T. T., and Bruno, A. V. (1984). "A Model of Venture Capitalist Investment Activity". *Management Science*, 30(9), 1051-1066.
- Uludağ, İ. (1996). *Gümrük Birliği sürecinde KOBİ'ler ve risk sermayesi şirketleri modeli*. İstanbul Ticaret Odası Yayınları, Yayın No:1996-42. S 25.
- Ulusoy E. (2016). (edr). *Anonim Şirketlerde Bireysel ve Azınlık Pay Sahibi Hakları* (2. Bası), Ankara: Bilge Yayınevi
- UNCTAD (b). (2006). *World Investment Report; Investment, Trade and International Policy Arrangements*. Switzerland: United Nation Publications.
- United Nations Economic Commission for Europe. (2000). "Best Practice in Business Incubation." New York: United Nations Publications, ECE/Trade/253.
- United States. Federal Trade Commission. (2003). *To Promote Innovation: The Proper Balance of Competition and Patent Law and Policy*. DIANE Publishing, s 1.
- Ural, A. E. (2022). *Türk, ABD ve AB Hukuku Düzenlemeleri Çerçevesinde Kitle Fonlaması*. Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Bilkent Üniversitesi Ankara.
- Uygur, A. B. (2006). "Teminat Amaçlı İnançlı İşlemler." *Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, 10(1), 171-195.
- Uygurtürk, H., ve Soylu, N. (2016). "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Likidite ve Karlılık Performanslarının CORPAS Yöntemi ile Analizi". *Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* , (9)2.
- Uysal, E. (2018). *Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar*. 2. Bası, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.

- Uzel, N. (2013). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Üçışık, G., Çelik, A. (2013). *Anonim Ortaklıklar Hukuku I. Cilt*. (1. Baskı). Ankara: Adalet Yayınevi. (Anonim Ortaklıklar I).
- Üçışık, G., Çelik, A. (2022). *Anonim Ortaklıklar Hukuku, II. Cilt*. Ankara: Adalet Yayınevi, s 322-340. (Anonim Ortaklıklar II).
- Ülgen, H. (2000). "Ticaret Şirketlerinin Ehliyeti". *Prof. Dr. M. Kemal Oğuzman'a Armağan*, İstanbul: Beta Yayınları.
- Ünal, M. (2011). *Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi*. Ankara: Adalet Yayınevi.
- Ünal, O. K. (1988). "Hisse Senedi ile Değiştirilebilir Tahviller (HDT)-2". *Maliye Postası Dergisi*, 188, 43-45.
- Ünal, O. K. (1999). *Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar*. Ankara: Nobel Yayınevi.
- Van Den Berghe, L. A., & Levrau, A. (2002). "The Role of the Venture Capitalist As Monitor of the Company: A Corporate Governance Perspective". *Corporate Governance: An International Review*, 10(3), 124-135.
- Van Loo, R. (2014). "Helping Buyers Beware: The Need For Supervision of Big Retail". *U. Pa. L. Rev.*, 163, 1311.
- Vanacker, T., Heughebaert, A., & Manigart, S. (2014). "Institutional Frameworks, Venture Capital and the Financing of European New Technology-Based Firms". *Corporate Governance: An International Review*, 22(3), 199–215.
- Varol, C., Sat, N. A., Ucer, A. G., and Yilmaz, G. (2009). "Ankara Technology Development Zones within the Context of Innovation Strategies in Turkey". *Innovation Policies, Business Creation and Economic Development*, s. 137-158. NY.
- Velasco, J. (2013). "Fiduciary Duties and Fiduciary Outs". *Geo. Mason L. Rev.*, 21, 157-216.
- Ventoruzzo, M., Conac, P. H., Goto, G., Mock, S., Notari, M., and Reisberg, A. (2015). *Comparative Corporate Law*, St. Paul, MN: West Academic,
- Veziroğlu C. (2018). "Buy-Out of the Oppressed Minority's Shares in Joint Stock Companies: A Comparative Analysis of Turkish, Swiss and English Law". *19 European Business Organization Law Review*, 527-540.
- von Werder, A. (2011). "Corporate Governance and Stakeholder Opportunism." *Organization Science*, 22 (5): 1345–1358.
- Vural, G. (1978). *Yatırım Ortaklıkları*. Ankara: Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi.
- Wahid, A., Mumtaz, M. Z., and Mantell, E. H. (2020). "Valuing Local and Dual-Class IPOs in the Alternative Investment Market". *Estudios de Economía*, 47(2), 245-271.
- Wamser, G. (2014). "The Impact of Thin-Capitalization Rules on External Debt Usage—A Propensity Score Matching Approach". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 76(5), 764-781.
- Wangerin, D. (2019). "M&A Due Diligence, Post-acquisition Performance, and Financial Reporting for Business Combinations". *Contemporary Accounting Research*, 36(4), 2344-2378.
- Wasserman, N. (2013). *The Founder's Dilemmas: Anticipating and Avoiding the Pitfalls That Can Sink A Startup*. Princeton University Press.

- Watson, D., and Head, A. (2016). *Corporate Finance: Principles and Practice*. (7. Baskı). Pearson Education.
- Watts, R. and Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Wells, H. (2008). "The Rise of the Close Corporation and the Making of Corporation Law". *Berkeley Bus. LJ*, 5, 263.
- Wheelen, T.L., Hunger, J.D., Hoffman, A.N., and Bamford, C. E. (2018). *Concepts in Strategic Management and Business Policy: Globalisation, Innovation and Sustainability*. Pearson Publishing.
- Wild, C., and Weinstein, S. (2016). *Smith & Keenan's Company Law*. Pearson.
- Williams, S. (2019). *The Financial Times Guide to Business Start Up 2019-2020*. (31 Edition). Pearson Publishing.
- Winton, A., and Yerramilli, V. (2008). "Entrepreneurial Finance: Banks Versus Venture Capital". *Journal of Financial Economics*, 88(1), 51-79.
- Wirth, G., Arnold, M. and Morshauser, R. (2010). *Corporate Law in Germany*. Verlag C. H. Beck, München.
- Wirtz, P. (2011). "Beyond Agency Theory: Value Creation and the Role of Cognition in the Relationship Between Entrepreneurs and Venture Capitalists". *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance and Economics*, 31-43.
- Wirtz, P. (2011). "The Cognitive Dimension of Corporate Governance in Fast Growing Entrepreneurial Firms". *European Management Journal*, 29(6), 431-447.
- Wong, A. (2010). "Angel Finance: The Other Venture Capital." In Cumming Venture Capital Investment, 71-110.
- World Bank. (2013). "Crowdfunding's Potential for the Developing World. *infoDev, Finance and Private Sector Development Department*." Washington, DC: World Bank.
- Woronoff, M. A., and Rosen, J. A. (2005). "Understanding Anti-Dilution Provisions in Convertible Securities". *Fordham L. Rev.*, 74, 129.
- Wright, M., and Lockett, A. (2003). "The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry". *Journal of Management Studies*, 40(8), 2073-2102.
- Wright, P., and Ferris, S. P. (1997). "Agency Conflict and Corporate Strategy: The Effect of Divestment on Corporate Value". *Strategic management journal*, 18(1), 77-83.
- Wroldsen, J. S. (2013). "The Social Network and the Crowfund Act: Zuckerberg, Saverin and Venture Capitalists' Dilution of the Crowd". *Vanderbilt Journal of Entertainment and Technology Law*, 15(3), 616-617.
- WTO (2006). *Exploring The Links Between Subsidies*. Trade and The WTO, World Trade Report.
- Yanlı, V. (1998). "İnançlı Yönetim Kurulu Üyeleri ve Konzernlerdeki Durumu". *Prof. Dr. Oğuz İmregün'e Armağan*. İstanbul.
- Yanlı, V. (2011). "Anonim Ortaklıklarda Karın Tamamen Devrine İlişkin bir Tasarruf Yapılabilir Mi?". *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 55(4), 201-216.
- Yanlı, V. (2011). *Sermaye Piyasası Hukukunda Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*. Prof. Dr. Belgin Erdoğan'a Armağan. İstanbul: Dem Yayınları, s. 875-894.
- Yanlı, V. (2012). "Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Verme Yasağı", *BATİDER*, 4, 29-44.

- Yanlı, V. (2017). “Yönetim Kurulu Üyelerine Sağlanacak Mali Haklar ile İlgili Bazı Değerlendirmeler”. *BATİDER*, 4, 41-69.
- Yanlı, V. (2020). “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi.” *Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi*, XXXVI, 1 -31.
- Yanlı, V., ve Okutan Nilsson, G. (2014). “Anonim ve Limited Şirketlerde Sınırlı Yetkili Temsilci Tayini.” *BATİDER*, XXX(4), 5-42.
- Yaşar Uğurlu, Ö., Kızıldağ, D. (2019). “Türkiye’deki Girişimcilik Faaliyetlerinin Analizi: Küresel Girişimcilik Endeksi Üzerine Bir İnceleme”. *3rd International EMI Entrepreneurship & Social Sciences Congress*, Lefkosa.
- Yatağan Özkan, Ç. (2016). *Anonim Şirketlerde Altın Paylar*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Yavuz, C. (2022). *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler. Birinci Cilt. 6098 Sayılı Türk Borçlar Kanunu’na Göre Güncellenmiş ve Yenilenmiş 11. Baskı*. İstanbul: Beta Yayınevi.
- Yavuz, C., Acar, F., ve Özen., B. (2022). *Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler*. İstanbul: Beta Yayıncılık.
- Yenidünya, C. (2013). “Tefecilik Suçu (TCK. m. 241).” *Banka ve Finans Hukuku Dergisi*, 2(6), 3-29.
- Yıldız Destanoğlu, B. (2004). *Yatırım Fonu Katılma Belgeleri*. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü.
- Yıldız, Ş. (1996). *Anonim Ortaklıkta Yeni Pay Alma Hakkı*. Beta Yayıncılık: İstanbul.
- Yılğör, A. G., ve Yücel, E. (2012). “İşletmelerin Sahiplik Yapısının İncelenmesi: Sahiplik ve Kontrol Ayrımı Konusunda Çıkarımlar.” *Uluslararası Yönetim İktisat ve İşletme Dergisi*, 8(16), 41-58.
- Yılmaz, G. (2018). *Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı (Tag Along & Drag Along Rights)*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık.
- Yılmaz, Ö., ve Bayram, O. (2020). “Covid-19 Pandemi Döneminde Türkiye’de E-Ticaret ve E-İhracat”. *Kayseri Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 2(2), 37-54.
- Yong, C. (2012). “On Protection of Rights and Interests of Minority Shareholders in Listed Company”, *International Journal of Business Administration*, 3, 2- 54.
- Yurtoglu, B. (2003). *Corporate Governance and Implications For Minority Shareholders in Turkey* (No. 2003/7). Discussion paper.
- Yurtoglu, B. B. (2000). “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”. *Empirica*, 27, 193-222.
- Yücer Aktürk, İ. (2016). *İsimsiz Sözleşme Genel Teorisi ve Uzaktan Öğretim Sözleşmesi*. Ankara.
- Yüksel, S. (2003). *Paysahipleri Sözleşmeleri*. Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Yves, D. (2017). *“The Strategic Decisions That Caused Nokia’s Failure.”* INSEAD Knowledge Publications.
- Yves, D., and Wilson, K. (2017). *Ringtone: Exploring the Rise and Fall of Nokia in Mobile Phones*. Oxford: Oxford University Press.
- Zahra, S. A., Neubaum, D. O., and Huse, M. (2000). “Entrepreneurship in Medium-Size Companies: Exploring the Effects of Ownership and Governance Systems”. *Journal of Management*, 26(5), 947-976.
- Zaif, F., Torun, S. (2015). “Bileşik Finansal Araçların Muhasebeleştirilmesi IAS-32 Kapsamında Finansal Tablolarda Sunumu”. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 1(1), 43-58.

- Zaimoğlu, T. (1995). *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- Zehner, W., Trzmielak, D., Gwarda-Gruszczynska, E., and Zehner, J. A. (2014). “Business Incubation in the USA” *International Cases on Innovation Knowledge and Technology Transfer*, ss. 145-163.
- Zeisberger, C., Prahl, M., Bowen, W. (2017). *Mastering Private Equity Transformation via Venture Capital, Minority Investments & Buyouts*. Wiley.
- Zengin, S., Yüksel, S., ve Kartal, M. T. (2017). “Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye’ye Faydaları.” *Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi*, 1(2), 22-32.
- Zeppa, S.L., and Kreider, A.S. (2015). SAFEs and KISSes Poised to Be the Next Generation of Startup Financing. *The National Law Review*.
- Zevkliler, A., ve Gökyayla, K.A. (2019). *Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri*. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Zholdyuly, A. (2022). “Türkiye Kitle Fonlaması Platformlarının Analizi.” *Beykent Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 15(1), 72-84.



Çevrimiçi Kaynaklar

- Ayvacı, Ö. A. (2021). “Katlayan Kazanıyor.” <https://startup.capital.com.tr/arastirmalar/katlayan-kazaniyor.html> (e. t. 31 Aralık 2021).
- Bilkent Cyber Park Kuluçka Merkezi” <https://www.cyberpark.com.tr/kurumsal/neden-cyberpark-icerik-7> (e. t. 12.11.2022).
- Borchers, J. (2023). “Revenue-Based Financing vs. Traditional Venture Debt: Unpacking the Distinctions.” <https://www.forbes.com/sites/forbesbusinesscouncil/2023/12/01/revenue-based-financing-vs-traditional-venture-debt-unpacking-the-distinctions/?sh=2fe6acf1f04e>
- Companies Act (2006). <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>
- Ekonomim: Yatırımcılar Kitlesele Fonlamayı Sevdi. <https://www.ekonomim.com/ekonomi/yatirimcilar-kitlesele-fonlamayi-sevdi-haberi-677111> (e. t. 11.01.2023).
- Etohum Girişim Hızlandırma Programı. <https://blog.etohum.com/etohum-nedir/> (e. t. 12.11.2022).
- European Court of Auditors (2019). “Special Report: Centrally Managed EU Interventions for Venture Capital: In Need of More Direction.” https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR19_17/SR_Venture_capital_EN.pdf (e. t. 20 Haziran 2022).
- Federal Ministry for Economic Affairs and Climate Action (BMWK). (2022). “Startup Strategy of the Federal Government” https://www.bmwk.de/Redaktion/EN/Publikationen/Wirtschaft/2022-startup-strategy-of-the-federal-government.pdf?__blob=publicationFile&v=5 (e. t. 22 Şubat 2022).
- Global VC Investment Index. <https://www.ko2.co.uk/global-vc-investment-index/> (e. t. 13 Mayıs 2023).
- Goatley, A. (2020). “Phantom Equity – Better than the Real Thing?” <https://www.buddlefindlay.com/insights/phantom-equity-better-than-the-real-thing/> (e.t. 11.10.2023)
- National Venture Capital Association. “What is VC - National Venture Capital Association” <https://nvca.org/about-us/what-is-vc/> (e. t. 1 Şubat 2021).
- National Venture Capital Association. (2021). *NVCA 2021 Year Book*. s.5-6. <https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf> (e. t. 22 Mart 2021).
- National Venture Capital Association (2023). *NVCA 2023 Yearbook*. s. 11. <https://nvca.org/nvca-yearbook/> (e.t. 31.01.2024).
- <http://arslanlibilimarsivi.com/sites/default/files/makale/Ersin%20CamogluAnonimOrtaklikYonetimKurulundaBelirli%20Gruplarin%20Temsili.pdf> > ;
- <https://www.borsaistanbul.com/files/pay-piyasasi-pazar-yapilanmasi-2020-5-8.pdf> (e.t. 15 Ağustos 2023).

http://www.tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.5ce2d6e643eed1.50307704 (e.t. 20 Mayıs 2019).

<http://www2.londonstockexchange.com/aimforgrowth> (e.t. 10.06.2023).

<https://www.dictionary.com/e/tech-science/deacorn/> (e.t. 13 Mayıs 2023).

<https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/private-company> (e.t. 2 Mayıs 2021).

<https://eksisozluk.com/> (e.t. 29.07.2022).

https://finance.yahoo.com/news/crowdfunding-market-reach-42-93-150700017.html?guce_referrer=aHR0cHM6Ly93d3cuZ29vZ2xILmNvbS8&guce_referrer_sig=AQAAAFHhoAWUTc9w9fnw9RsWy41RozB8Z262dPz5nFfUM0M_HB2xBbW2U6NrUuGF0n2_NoCcyZ6mBHNXnN_odOXN1mGO37QuNJkMPwZJMVb9xfjcoc4mnvVxm27Y0ov_Tw0bFW_UHv-utNc1Q9j-Mj-q1oLJE4wO-6pObNO1zGwLbNQj&guccounter=2 (e.t. 03.08.2022).

<https://finance.yahoo.com/quote/MSFT/> (e.t. 22 Mart 2021).

<https://graphics.wsj.com/venture-capital-deals/> (e.t. 14 Nisan 2021)

<https://hedefgirisim.com.tr/tr/mevcutyatirimlar/> (e.t. 11 Kasım 2023)

<https://hedefgirisim.com.tr/tr/yatirim-surecimiz> (e.t. 14 Kasım 2023)

<https://hit.ttgiv.org.tr/tr/hit-programi> (e.t. 11 Aralık 2022).

<https://hubgsyo.com/istirakler-ve-bagli-ortakliklar/> (11 Kasım 2023)

<https://indicators.kauffman.org/series/earlystage> (e.t. 17 Aralık 2021).

<https://kalkinma.com.tr/en/about-us/investor-relations/affiliates/turkish-investment-initiative-ivci-sub-fund> (e.t. 3 Haziran 2023).

<https://keiretsuforum.com.tr/hakkimizda> (e.t. 05.05.2021)

<https://kobias.com.tr/yatirim-portfoyumuz/> (e.t. 11 Eylül 2023).

<https://kobias.com.tr/yatirim-portfoyumuz/> (e.t. 11 Kasım 2023)

<https://kobias.com.tr/yatirim-sonrasi-surec/> (e.t. 14 Kasım 2023)

<https://www.nasdaq.com/about> (e. t. 22 Ağustos 2023).

<https://news.crunchbase.com/data/the-q4-eoy-2019-global-vc-report-a-strong-end-to-a-good-but-not-fantastic-year/> (e.t. 10 Haziran 2023)

<https://news.crunchbase.com/startups/countries-most-startup-investment/> (e.t. 13 Mayıs 2023).

<https://news.crunchbase.com/venture/european-venture-report-vc-dollars-rise-in-2019/> (e.t. 20 Haziran 2022).

<http://odtuteknokent.com.tr/tr/> (e.t. 11 Kasım 2022)

<https://plato.stanford.edu/entries/compatibilism/> (e.t. 2 Mayıs 2021).

https://research-and-innovation.ec.europa.eu/news/all-research-and-innovation-news/european-commissions-new-proposals-company-listing-2022-12-08_e (e.t. 24 Ağustos 2023).

https://single-market-economy.ec.europa.eu/smes/sme-definition_en (e.t. 15 Aralık 2021).

https://startups.watch/investments?utf8=%E2%9C%93&country_id=1&commit=Search (e.t. 05.001.2024).

<https://sozluk.gov.tr/> (e.t. 23 Haziran 2022).

<https://sozluk.gov.tr/> (e.t. 11 Kasım 2022).

<https://sozluk.gov.tr/> (e.t. 7 Temmuz 2020).

<https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/ihrac-belgesi-onaylanan-girisim-sermayesi-yatirim-fonlari> (e.t. 18 Şubat 2023).

<https://startup.capital.com.tr/arastirmalar/hizlilarin-zor-hedefi.html> (e.t. 21 Aralık 2021).

<https://steveblank.com/2009/10/26/the-secret-history-of-silicon-valley-11-the-rise-of-%E2%80%9Crisk-capital%E2%80%9D-part-1/> (e.t. 22 Mart 2021).

<https://www.teknoparkistanbul.com.tr/teknopark-istanbul> (e.t. 01 Kasım 2022).

<https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezSorguSonucYeni.jsp#top2> (e.t. 01 Ocak 2024)

<https://www.tgbd.org.tr/biz-kimiz-icerik-13> (e.t. 01 Kasım 2022).

<https://thefinancialbrand.com/news/banking-trends-strategies/banking-future-projections-payments-technology-crypto-branches-competition-transformation-esg-124991/> (e.t. 15 Aralık 2021).

<https://webrazzi.com/2021/04/20/trendyol-aldigi-330-milyon-dolarlik-yatirimla-degerini-11-milyar-dolara-yukseltti> (e.t. 13 Mayıs 2023).

<https://webrazzi.com/2023/03/27/bisu-100-milyon-dolar-degerleme-uzerinden-yatirim-aldi/> [e.t. 01 Kasım 2023]

<https://www.bloomberght.com/bisu-100-milyon-dolar-degerlemeye-ulasti-2323058> [e.t. 01 Kasım 2023]

<https://webrazzi.com/2023/04/29/bisu-konkordato/> (e.t. 01 Kasım 2023)

<https://www.bbc.com/news/entertainment-arts-23881382> (e.t. 25 Haziran 202).

<https://www.bbc.com/turkce/haberler-dunya-52940564> (e.t. 13 Mayıs 2023).

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-27/germany-plans-30-billion-euro-fund-to-support-homegrown-startups?leadSource=uverify%20wall> (e.t. 22 Şubat 2022).

<https://www.bloomberght.com/yorum/ceren-dilekci/2238639-yatirimcilar-da-gelisen-isletmeler-pazari-endisesi> (e.t. 15 Ağustos 2023).

<https://www.borsaistanbul.com/tr/duyuru/6004/girisim-sermayesi-pazarinin-olusturulmasi> (e.t. 16 Şubat 2024)

https://borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf (e.t. 25.01.2024).

<https://www.cbinsights.com/research/top-corporate-venture-capital-investors/> (e.t. 15 Nisan 2021)

<https://www.corporatelivewire.com/top-story.html?id=the-history-of-private-equity-venture-capital> (e.t. 22 Mart 2021).

<https://www.durumle.com/> (e.t. 28 Ocak 2022).

<https://www.ecfr.gov/current/title-13/chapter-I/part-121> (e.t. 15 Aralık 2021).

<https://www.economist.com/sites/default/files/econbriefs.pdf> (e.t. 21 Eylül 2023).

https://www.eif.org/who_we_are/shareholder/index.htm (e.t. 6 Ocak 2021).

<https://www.forbes.com/advisor/business/what-is-a-startup/> (e.t. 6 Ocak 2021).

<https://www.forbes.com/sites/forbesagencycouncil/2021/12/20/the-meteoric-rise-of-equity-crowdfunding/?sh=2776d88b4d41> (e. t. 31 Temmuz 2022).

<https://www.forbes.com/sites/forbesbusinesscouncil/2023/12/01/revenue-based-financing-vs-traditional-venture-debt-unpacking-the-distinctions/?sh=c068c7ff04e1> (e.t. 11.12.2023).

<https://www.ft.com/content/ef09a97a-fcea-44d7-a5c0-5dc67becf286> (e.t. 22 Mart 2021).

<https://www.gemconsortium.org/news/global-entrepreneurship-monitor-releases-ranking-of-countries-for-conditions-to-start-a-business> (e.t. 10 Nisan 2022).

İçözü, T. (2022). “Getir Avrupa’daki Rakibi Gorillas’ı 1.2 Milyar Dolara Satın Aldı.” <https://webrazzi.com/2022/12/09/getir-avrupa-daki-rakibi-gorillas-i-1-2-milyar-dolara-satin-aliyor/> (e. t. 11.01.2023).

<https://www.ideaport.org.tr/> (e.t. 11 Aralık 2022).

<https://www.isbank.com.tr/bankamizi-taniyin/o-gunlerden-bugunlere> (e.t. 13 Haziran 2019).

<https://www.j-startup.go.jp/en/about/> (e.t. 20 Şubat 2022).

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1025175> (e.t. 11 Ağustos 2023).

<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/955197> (e.t. 11 Ağustos 2023).

<https://www.kap.org.tr/tr/fon-bilgileri/genel/tav-ak-portfoy-yonetimi-a-s-agesa-emeklilik-teknoloji-girisim-sermayesi-yatirim-fonu> (e.t. 11 Ağustos 2023).

<https://www.kap.org.tr/tr/Pazarlar> (e.t. 18 Şubat 2024)

<https://www.kgf.com.tr/index.php/tr/bilgi-merkezi/sikca-sorulan-sorular> (e.t. 11 Aralık 2022).

<https://www.kgf.com.tr/index.php/tr/hakkimizda/ortaklik-yapisi> (e.t. 11 Aralık 2022).

<https://www.kickstarter.com/> (e.t. 25 Aralık 2021)

<https://www.kiva.org/> (e.t. 25 Aralık 2021)

<https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/destekdetay/7390/ileri-girisimci-destek-programi> (e.t. 24 Şubat 2022).

<https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/destekdetay/8520/tekmer-destek-programi> (e.t. 11 Kasım 2022).

<https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/detay/8265/makim-makine-halka-arz-ediliyor> (e.t. 10 Ağustos 2023).

<https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/tekmerlerimiz> (e.t. 31 Aralık 2022).

<https://www.londonstockexchange.com/raise-finance/equity/aim> (e.t. 10 Haziran 2023).

https://www.meti.go.jp/english/policy/economy/startup_nbp/index.html (e.t. 20 Şubat 2022).

<https://www.nasdaq.com/market-regulation/nordics> (e.t. 22 Ağustos 2023).

<https://www.nasdaq.com/solutions/listings/markets/nordics/first-north#resources> (e.t. 22 Ağustos 2023).

<https://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/listed-companies/first-north> (e.t. 8 Ağustos 2023).

<https://www.ntv.com.tr/ekonomi/getir-300-milyon-dolarlik-yeni-bir-yatirim-aldi,GLjLuQegpEuQfIZt2C4zoQ> (e.t. 13 Mayıs 2023).

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2018/06/20180605M1-13.pdf> (e.t. 20 Şubat 2022).

<https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2021/10/20211027-3.htm>

<https://www.sba.gov/> (e.t. 31 Aralık 2021).

<https://www.sba.gov/category/types-businesses/high-growth-high-tech> (e.t. 31 Aralık 2021).

<https://www.sba.gov/category/types-businesses/high-growth-high-tech> (e.t. 31 Aralık 2021).

<https://www.sba.gov/federal-contracting/contracting-guide/size-standards> (e.t. 15 Aralık 2021).

Sermaye Piyasası Kurulu (2022). Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları: Yatırım Fonları. <https://spk.gov.tr/data/61e34f9a1b41c61270320792/3-Yat%C4%B1r%C4%B1m%20Fonlar%C4%B1.pdf> (e. t. 11.06.2023).

[https://www.skyquestt.com/report/crowdfunding-market#:~:text=The%20Global%20Crowdfunding%20Market%20was,period%20\(2022%20%2D%202028\).](https://www.skyquestt.com/report/crowdfunding-market#:~:text=The%20Global%20Crowdfunding%20Market%20was,period%20(2022%20%2D%202028).) (e.t. 03 Ağustos 2022).

<https://www.svb.com/globalassets/library/uploadedfiles/content/trends-and-insights/reports/s> (e.t. 31 Aralık 2021).

<https://spk.gov.tr/data/658f25ff8f95db27604610b0/82-2023.pdf> (e.t. 25 Ocak 2024).

<https://www.trendyol.com/aboutus> (e. t. 28 Ocak 2022).

<https://www.tskb.com.tr/hakkimizda/insan-kaynaklari/kariyer> (e.t. 13 Haziran 2019).

<https://www.tubitak.gov.tr/tr/destekler/sanayi/ulusal-destek-programlari/icerik-1514-girisim-sermayesi-destekleme-programi-tech-investr> (e.t. 11 Aralık 2022).

<https://www.tubitak.gov.tr/tr/destekler/sanayi/ulusal-destek-programlari/icerik-1512-girisimcilik-destek-programi-bigg> (e.t. 11 Aralık 2022).

<https://www.ycombinator.com/documents#about> (et. 01.01.2023)

International Association of Science Parks and Areas of Innovation (2018). “Tanımlar.” <https://www.iasp.ws/our-industry/definitions>. (e. t. 02.11.2022).

- International Business Innovation Association. <https://inbia.org/wp-content/uploads/2018/08/NumberofECsimage.jpg?x62369> (e. t. 10 Aralık 2022).
- İTÜ Çekirdek Kuluçka Merkezi <https://itucekirdek.com/kulucka-merkezi/> (e. t. 12.11.2022).
- Kaplan, C. (2021). Startuplar İçin Yatırım ve Değerleme Yöntemleri. <https://medium.com/t%C3%BCrkiye/startuplar-i%C3%A7in-yat%C4%B1r%C4%B1m-ve-de%C4%9Ferleme-y%C3%B6ntemleri-598debbca6de> (e. t. 5 Ağustos 2023)
- KOSGEB 2021 Yılı Faaliyet Raporu.” s. 15. https://webdosya.kosgeb.gov.tr/Content/Upload/Dosya/Mali%20Tablolar/2022/KOSGEB_2021_Y%C4%B1l%C4%B1_Faaliyet_Raporu.pdf
- KOSGEB İŞGEM Programı. <https://www.kosgeb.gov.tr/site/tr/genel/destekdetay/6985/isgemtekmer-programi#:~:text=K%C3%BCrkiye%20ve%20Orta%20%C3%96l%C3%A7ekli%20%C4%B0%C5%9Fletmeleri%20Geli%C5%9Firme%20ve%20Destekleme%20%C4%B0daresi%20Ba%C5%9Fkanl%C4%B1%C4%9F%C4%B1> (e. t. 12.11.2022).
- Milliyet Gazetesi: Kitle Fonlamasına Yatırımcı Akın Etti. <https://www.milliyet.com.tr/ekonomi/kitle-fonlamasına-yatirimci-akin-etti-6876025> (e. t. 11.01.2023)
- OECD. (2023). “What are the Top OECD Destinations for Start-up Talents” chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/<https://www.oecd.org/migration/mig/What-are-the-top-OECD-destinations-for-start-up-talents-Migration-Policy-Debates-March-2023.pdf> (e. t. 13 Mayıs 2023)
- Onetti, A. (2014). Scaleups. When Does a Startup Turn Into a Scale Up. <http://startupeuropepartnership.eu/scaleups-when-does-a-startup-turn-into-a-scaleup/> (e. t. 21 Aralık 2021).
- Öğütçü, H. (2022). “Getir, 11.8 Milyar Dolar Değerleme Üzerinden 800 Milyon Dolar Yatırım Alarak Decacorn Oluyor”.<https://egirisim.com/2022/03/12/getir-11-8-milyar-dolar-degerleme-uzerinden-800-milyon-dolar-yatirim-alarak-decacorn-oluyor/> (11.01.2023 tarihinde erişilmiştir)
- Özsoy, Ş. (2019). “Her Girişim Bir Startup mıdır?” *Harvard Business Review*. <https://hbrturkiye.com/blog/her-girisim-bir-startup-midir> (e. t. 31 Aralık 2021).
- P2P Market Data. (2023). Crowdfunding Statistics Worldwide: Market Development & Volumes. <https://p2pmarketdata.com/articles/crowdfunding-statistics-worldwide/> (e. t. 11.01.2023).
- Presidency of Republic of Turkey Investment Office. The State of Turkish Start-up Ecosystem: An In Depth Analysis and Evaluation. <https://www.invest.gov.tr/en/library/publications/lists/investpublications/the-state-of-turkish-startup-ecosystem.pdf>
- Rekabet Kurulu’nun 21-03/28-12 Sayılı ve 14.01.2021 Tarihli Kararı. <https://www.rekabet.gov.tr/Karar?kararId=2b99e3fd-48ab-45b2-83c4-459e498472f2> (e. t. 30 Ocak 2022).

- Sağlam, E. (2021). *Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Vergilendirilmesi*. <https://t24.com.tr/yazarlar/erdogan-saglam/girisim-sermayesi-yatirim-fon-ve-ortakliklarinin-vergilendirilmesi,30404> (e. t. 11.07.2023).
- Statista (2021). "Statista, Volume of funds raised through crowdfunding worldwide in 2020, by model category." <https://www.statista.com/statistics/946668/global-crowdfunding-volume-worldwide-by-type/#:~:text=Crowdfunding%20volume%20worldwide%202020%2C%20by%20model%20category&text=In%202020%2C%20the%20volume%20of,through%20equity%2Dbased%20crowdfunding%20globally>. (e. t. 11.01.2023).
- Startup Watch (2021). Turkish Startup Ecosystem. 2020 Year In Review. V3.2. Startups.watch. <https://blog.startups.watch/2020-year-in-review-turkish-startup-ecosystem-7834596297a5> (e. t. 13 Mayıs 2023).
- Startup Watch (2024). Turkish Startup Ecosystem. 2023 Year In Review, v. 1.4. <https://startups.watch/reports> (e.t. 13 Şubat 2024). s. 11.
- Statista (2022). Market size of crowdfunding worldwide in 2021 with a forecast for 2028. <https://www.statista.com/statistics/1078273/global-crowdfunding-market-size/> (e. t. 11.01.2023).
- Straub, R. (2021). "How is the German Government Supporting Tech Startups?" <https://digitalaccelerators.eu/how-is-the-german-government-supporting-tech-startups/> (e. t. 22 Şubat 2022).
- [tartupoutlookreport/suo-global-report_2020-final.pdf](tartupoutlookreport/suo-global-report_2020-final.pdf). (e. t. 17 Ağustos 2023).
- Tarhan, D. G. (2021). Türk Ticaret Kanunu'nda Öngörülen Hamiline Yazılı Pay Senedi Devirlerinin Bildirilmesi Zorunluluğu. Lexpera Blog. <https://blog.lexpera.com.tr/turk-ticaret-kanununda-ongorulen-hamiline-yazili-pay-senedi-devirlerinin-bildirilmesi-zorunlulugu/> (e.t. 30.04.2024).
- T.C. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı. <https://www.sanayi.gov.tr/istatistikler/istatistiki-bilgiler> (e. t. 1 Ocak 2023).
- <https://www.teknolojiyatirim.com.tr/tr/explore> (e.t. 11 Aralık 2022).
- The British Venture Capital Association- FAQs in Venture Capital <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital> (e. t. 1 Şubat 2021).
- The British Private Equity & Venture Capital Association (BVCA). <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital> (e. t. 11 Kasım 2021).
- TOBB (2021). Türkiye 100 – Türkiye'nin Hızlı Büyüyen Şirketleri, İlk 100'e Giren Şirketlere İlişkin Analizler. s. 19. <https://turkiye100.tobb.org.tr/kazananlar.html>
- Trendyolun 1,5 Milyar Dolarlık Yatırım Turu Doğrulandı. <https://webrazzi.com/2021/08/09/trendyolun-15-milyar-dolarlik-yatirim-turu-sonuclandi/> (e.t. 28 Ocak 2022).
- TSX Venture Exchange Listed Companies <https://www.tsx.com/listings/current-market-statistics> (e. t. 8 Ağustos 2023).
- Türkiye Etik ve İtibar Derneği- Etik Sözlük. <https://www.tice.org.tr/knowledge-center/intools/38567-2/> (01.10.2023 tarihinde erişilmiştir).

- Ulukan, G. (2022). “768 Milyon Dolar Yatırım Alan Getir, 11.8 Milyar Dolar Değerleme ile Decacorn Oldu.” <https://webrazzi.com/2022/03/17/768-milyon-dolar-yatirim-alan-getir-118-milyar-dolar-degerleme-ile-decacorn-oldu/> (e.t. 11.01.2023).
- UN ESCAP. (2019). Establishing Science and Technology Parks: A Reference Guidebook for Policymakers in Asia and the Pacific. <https://repository.unescap.org/handle/20.500.12870/114>
- UNESCO (2018a). “Science and Technology Park Governance: Concept and Definition.” Paris: United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization. <http://www.unesco.org/new/en/natural-sciences/science-technology/university-industry-partnerships/science-and-technology-park-governance/concept-and-definition/>
- US Small Business Administration. “FY 2023 Congressional Budget Justification; FY 2021 Annual Performance Report.” <https://www.sba.gov/sites/default/files/2022-04/FY%202023%20SBA%20Congressional%20Budget%20Justification-508-2022-0413%20updated.pdf> (e. t. 10.11.2022).
- University of Cambridge Judge Business School- Cambridge Centre for Alternative, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/about-us/>
- Ünal, M. (2021). 7262 Sayılı Kanun ile Türk Ticaret Kanunu’nda Yapılan Değişikliklerin Değerlendirilmesi. *Lexpera Blog*. <https://blog.lexpera.com.tr/7262-sayili-kanun-ile-turk-ticaret-kanununda-yapilan-degisikliklerin-degerlendirilmesi/>. (e.t. 30.04.2024)
- Venture Capital Journal. Are VCs racist ? Explaining the Capital Gap. <https://www.venturecapitaljournal.com/are-vcs-racist-explaining-the-capital-gap/> (e. t. 10.10.2022).
- Veziroğlu C. (2018). ‘Buy-Out of the Oppressed Minority’s Shares in Joint Stock Companies: A Comparative Analysis of Turkish, Swiss and English Law’ 19 European Business Organization Law Review 527-540.
- Viveka Hızlandırıcı Programı. <https://www.viveka.com.tr/year2022> (e. t. 12.11.2022).
- Welcome to the Unicorn Club: Learning From Billion-Dollar Startups. <https://techcrunch.com/2013/11/02/welcome-to-the-unicorn-club/> (e.t. 28 Ocak 2022).
- What is A Decacorn ? The Era of Decacorn Companies. <https://fourweekmba.com/decacorn/> (e. t. 28 Ocak 2022).

ÖZGEÇMİŞ

Kişisel Bilgiler

Soyadı, adı : GÜNAY, Yavuz Selim
Uyruğu : Türkiye Cumhuriyeti

Eğitim

Derece	Eğitim Birimi	Mezuniyet tarihi
Doktora	Gazi Üniversitesi/ Özel Hukuk	Devam ediyor
Yüksel Lisans	London School of Economics and Political Science	2016
Yüksek Lisans	Gazi Üniversitesi	2015
Lisans	İ.D. Bilkent Üniversitesi	2012



