

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONLARI

Erva Cavide YURTTADUR

2501210667

TEZ DANIŞMANI

Dr. Öğr. Üyesi Fatih AYDOĞAN

İSTANBUL - 2024

ÖZ
GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONLARI
ERVA CAVİDE YURTTADUR

Girişim sermayesi, yenilikçi projelerin ve yüksek büyüme potansiyeline sahip girişimlerin desteklenmesinde kritik bir rol oynamakta ve dünya genelinde ekonomik kalkınmanın temel taşlarından biri olarak kabul edilmektedir. Girişim sermayesi yatırım fonları ise bu yatırımların etkili bir şekilde yönetilmesinde merkezi bir işlev üstlenmekte olup, hukuki çerçevesi, finansal sistemin etkin ve güvenilir işleyişi açısından büyük bir önem taşımaktadır. Ancak, literatürde girişim sermayesi yatırım fonlarının hukuki çerçevesine dair derinlemesine bir inceleme ve kaynak eksikliği gözlemlenmiştir. Çalışmamız, bu önemli boşluğu doldurmayı ve literatüre katkıda bulunmayı hedeflemektedir.

Çalışmamızda, ilk olarak girişim sermayesi kavramını ve ortaya çıkış serüvenini, bu süreçte yapılan hukuki düzenlemeleri de göz önünde bulundurarak ele aldık. Ardından, girişim sermayesinin dünyada ve Türkiye’deki gelişim süreçlerinin üzerinde durduk. Bu sayede dünya genelindeki hukuki altyapıyı kısa bir şekilde değerlendirdik ve Türkiye’deki hukuki düzenlemeleri detaylı şekilde analiz ettik. Türk hukuku çerçevesinde girişim sermayesi yatırım fonlarının kuruluşu, işleyişi, nitelikli yatırımcılar ve girişim şirketleriyle olan ilişkileri, bu fonların gerçekleştirdiği yatırımlar, akdettikleri sözleşmeler ve faydalandıkları vergi avantajları üzerinde derinlemesine inceleme yaptık. Çalışmamızda, genel kapsamda yazılmış gerek ulusal gerek uluslararası akademik kaynaklardan geniş ölçüde faydalandık.

Anahtar Kelimeler: Girişim sermayesi, özel sermaye, girişim şirketi, start-up, girişim sermayesi yatırım fonu, GYSF, portföy yönetim şirketi, yatırımcı sözleşmesi, borç ve sermaye finansmanı, yatırım aşamaları, mezzanine

ABSTRACT
VENTURE CAPITAL INVESTMENT FUNDS
ERVA CAVİDE YURTTADUR

Venture capital plays a critical role in supporting innovative projects and high-growth potential startups, and it is recognized as a cornerstone of economic development worldwide. Venture capital investment funds, in particular, are central to the effective management of these investments and their legal framework is crucial for the efficient and reliable functioning of the financial system. However, there is a notable lack of in-depth examination and resources regarding the legal framework of venture capital investment funds in existing literature. Our study aims to address this significant gap and contribute valuable insights to the field.

In our study, we first explored the concept of venture capital and its evolution, taking into account the legal regulations that have shaped this process. We then examined the development of venture capital both globally and within Turkey. This allowed us to briefly assess the global legal infrastructure and provide a detailed analysis of Turkish legal regulations. Within the context of Turkish law, we conducted an in-depth review of the establishment, functioning, relationships with qualified investors and venture companies, investments, contracts, and tax advantages of venture capital investment funds. Our study draws extensively from both national and international academic sources to provide a comprehensive overview.

Keywords: Venture capital, private equity, venture, start-up, venture capital investment fund, GSYF, portfolio management company, investor agreement, debt and equity financing, investment stages, mezzanine

ÖNSÖZ

Girişim sermayesi, günümüz dünyasında ekonomik kalkınmanın ve yenilikçi girişimlerin desteklenmesinin merkezinde yer almakta ve bu alandaki hukuki çerçevenin ayrıntılı bir şekilde incelenmesi büyük önem taşımaktadır. Çalışmamızın amacı, girişim sermayesi ekosisteminde önemli bir yer tutan girişim sermayesi yatırım fonlarının Türk hukuku perspektifinden ele alınarak hukuki çerçevesinin belirlenmesi ve mevcut eksikliklerin tespit edilmesidir. Girişim sermayesi yatırım fonlarının hukuki altyapısının derinlemesine incelenmesinin, literatüre önemli bir katkı sağlayacağı değerlendirilmektedir.

Bu çalışma sürecinde, özellikle girişim sermayesi yatırım fonlarıyla ilgili doğrudan hukuki incelemeler yapan kaynakların eksikliği en büyük zorluk olarak karşımıza çıkmıştır. Sermaye piyasaları ve yatırım fonları ile ilgili çeşitli akademik kaynaklar bulunmakla birlikte, girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin spesifik hukuki incelemeler sınırlı kalmıştır. Bu nedenle, literatürdeki bu boşluğu doldurmak ve konuya dair derinlemesine bir analiz sunmak için yoğun bir çaba harcamış bulunmaktayız.

Çalışmamızın hazırlanmasında büyük emek ve destek veren herkese teşekkür etmek istiyorum. Öncelikle, saygıdeğer danışmanım Dr. Öğr. Üyesi Fatih Aydoğan'a, kıymetli jüri üyelerim Dr. Öğr. Üyesi İlhan Yiğit ve Dr. Öğr. Üyesi Muhammet Emin Bingöl'e, bana her daim yol gösteren meslek büyüğüm Av. Dr. Ümit Akkaya ile çalışma arkadaşlarıma teşekkürlerimi sunarım. Zorlandığım her anda desteklerini hissettiren sevgili dostlarıma, bana hayatım boyunca ilham ve destek olan anneme, babama ve sevgili kardeşime ve elbette ki, hayatımın her anında olduğu gibi bu süreçte de varlığıyla beni daha iyi ve başarılı biri haline getiren değerli eşim Av. Serdar Yurttadur'a en içten minnetlerimi sunarım.

Bu çalışmanın, girişim sermayesi yatırım fonlarının hukuki çerçevesine dair önemli katkılarda bulunmasını ve literatürdeki eksikliklerin giderilmesi adına bir adım olmasını umuyorum.

Erva Cavide YURTTADUR

İstanbul, 2024

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iii
ÖNSÖZ.....	iv
KISALTMALAR TABLOSU	ix
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ, ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ

I. Girişim Sermayesi.....	4
A. Genel Olarak Girişim Sermayesi	4
B. Girişim Sermayesi Yatırım Aşamaları	8
1. Erken Dönem Yatırımları.....	9
a. Çekirdek Sermayesi.....	9
b. Başlangıç Sermayesi.....	10
c. Erken Aşama Sermayesi.....	11
2. Gelişme Dönemi Yatırımları.....	12
a. Geçit Finansmanı.....	12
b. Büyüme-Gelişme Sermayesi	12
3. Çıkış Dönemi Yatırımları.....	12
a. Köprü Finansmanı	12
b. Yerine Koyma Sermayesi.....	13
c. Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması	13
4. Yatırımlardan Çıkış.....	13
II. Girişim Sermayesinin Tarihsel Gelişimi.....	14
A. Dünya Geneline Gelişim	14
1. Amerika Birleşik Devletleri	14

a.	Amerikan Araştırma ve Kalkınma Kurumu (American Research and Development Corporation).....	15
b.	Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Corporations)	17
c.	Girişim Sermayesi Sınırlı Ortaklıkları (<i>Venture Capital Limited Partnerships</i>).....	18
2.	Avrupa.....	20
3.	Asya	23
4.	İslami Finans	24
B.	Türkiye’de Gelişim	26
1.	1993 Yılı Öncesi	27
2.	1993 – 2000 Yılları	28
3.	2000 – 2005 Yılları	29
4.	2005 – 2013 Yılları	31
5.	2013 Yılı ve Sonrası.....	31
a.	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	33
b.	Melek Yatırımcı	34
c.	Kitle Fonlaması	35

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONLARI

I.	Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Tanımı ve Hukuki Niteliği.....	37
II.	Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Kuruluşu	41
A.	Fon Kuruluş Süreci ve Kuruluş Belgeleri	41
1.	Fon Kuruluş Süreci	41
2.	Fon Kuruluş Belgeleri.....	41
a.	Genel Olarak Fon Kuruluş Belgeleri.....	41

b. Fon İçtüzüğü.....	42
B. Fon Kurucusu	46
1. Portföy Yönetim Şirketi	46
2. Kurucunun Yetki ve Sorumlulukları.....	50
a. Fon Portföyünün Yönetimi.....	51
b. Fonun Temsili.....	54
c. Portföy Yönetiminin Denetlenmesi.....	56
3. Kurucunun ve Yöneticinin Organizasyon Yapısı ve Görevleri	58
III. Katılma Paylarının İhracı ve Satışı	61
A. Katılma Payı.....	61
B. Katılma Paylarının İhracı	62
1. İhraç Belgesi.....	63
2. Yatırımcı Bilgi Formu.....	65
C. Katılma Paylarının Satışı, Devri ve Fona İadesi	66
1. Katılma Paylarının Satışı.....	66
a. Fon Birim Pay Değeri ve İştirak Payı.....	68
b. Nitelikli Yatırımcı	70
c. Yatırımcı Sözleşmesi.....	73
2. Katılma Paylarının Nitelikli Yatırımcılar Arasında Devri	76
3. Katılma Paylarının Fona İadesi	77
IV. Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Süresi ve Tasfiyesi	80
A. Fon Süresi	80
B. Fonun Tasfiyesi.....	80

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONLARININ YATIRIMLARI

I. Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Yatırımları	82
---	----

A.	Girişim Sermayesi Yatırımları	82
1.	Girişim Sermayesi Yatırımları	83
a.	Girişim Şirketi	83
b.	Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Esaslar	85
2.	Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sınırlamalar	87
3.	Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sözleşmeler.....	88
a.	Pay Sahipliği Sözleşmesi.....	88
b.	Borç ve Sermaye Finansmanı Karması Olarak Yapılandırılmış Finansman Sözleşmesi	93
B.	Diğer Yatırımlar	95
1.	Fonun Yatırım Yapabileceği Diğer Varlık ve İşlemler.....	95
2.	Yatırım ve İşlem Sınırlamaları	96
II.	Fon Malvarlığı.....	99
A.	Kaynak Taahhüdü	99
B.	Fon Malvarlığının Korunması.....	100
C.	Portföyün Değerleme Esasları	102
D.	Fonun Giderleri	105
E.	Fonun Kar Dağıtımı	107
III.	Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Vergi Avantajları.....	108
A.	Kurumlar Vergisi Yönünden.....	108
B.	Gelir Vergisi Yönünden	109
C.	Damga Vergisi Yönünden.....	110
SONUÇ		111
KAYNAKÇA		115

KISALTMALAR TABLOSU

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
A.e.	: Aynı eser
a.g.e.	: Adı geçen eser
AIFMD	: Alternatif Yatırım Fon Yöneticileri Yönergesi
ARD	: Amerikan Araştırma ve Kalkınma Kurumu
A.Ş.	: anonim şirket
BKS Yönetmeliği	: Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik
Bkz.	: Bakınız
bs.	: basım
bsk.	: baskı
C	: cilt
c.	: cilt sayısı
EBK	: 818 sayılı Borçlar Kanunu (Mülga)
EIS	: Girişim Yatırım Planı
ESerPK	: 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (Mülga)
EuVECA	: Avrupa Girişim Sermayesi Fonları Yönetmeliği
EVCA	: Avrupa Girişim Sermayesi Birliği
Finansal Raporlama Tebliği	: II-14.2 sayılı Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ
FSMA	: Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası
GP	: sorumlu ortak
GSYF	: Girişim sermayesi yatırım fonu
GSYF Tebliği	: III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
GSYO	: Girişim sermayesi yatırım ortaklığı
GYSO Tebliği	: III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği
iVCi	: İstanbul Risk Sermayesi Girişimi
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu

Kitle Fonlaması Tebliği	: III-35/A.2 sayılı Kitle Fonlaması Tebliği
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletme
KOBİ Yönetmeliği	: 9/10/2005 tarihli ve 2005/9617 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
LP	: sınırlı sorumlu ortak
m.	: madde
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
MKS	: Merkezi Kaydi Sistem
No	: Sayı
PE	: Özel sermaye
Portföy Saklama Tebliği	: III-56.1 sayılı Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği
PYŞ Tebliği	: III-55.1 sayılı Portföy Yönetim Şirketleri ve Bu Şirketlerin Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Tebliği
s.	: sayfa
Satış Tebliği	: II-5.2 sayılı Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği
SBA	: Küçük İşletme İdaresi
SBIC	: Küçük İşletme Yatırım Şirketleri
SEIS	: Tohum Girişim Yatırım Planı
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Takasbank	: İstanbul Takas ve Saklama Bankası A.Ş.
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TTGV	: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu

TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
VC	: Risk sermayesi
VCLP	: Girişim Sermayesi Sınırlı Ortaklığı
vd.	: ve devamı
VEC	: Girişim Sermayesi Merkezi
Yatırım Fonu Tebliği	: III-52.1 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği
Yatırım Hizmetleri Tebliği	: III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ
Yatırım Hizmetleri Rehberi	: Yatırım Hizmet ve Faaliyetleri ile Yatırım Kuruluşlarına İlişkin Rehber
Yatırım Kuruluşları Tebliği	: III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ
y.y.	: yayın yeri yok/yayıncı yok

GİRİŞ

Girişim sermayesi, günümüz iş dünyasının dinamik ve rekabetçi ortamında kendisine yer bulma gayreti içinde olan girişimcilerin kritik bir finansman kaynağıdır. Girişim sermayesi yatırımları yapmak için kurulan GSYF'ler, yüksek riskli ve yenilikçi girişimlere yatırım yaparak sadece finansal destek sağlamakla kalmamakta, aynı zamanda stratejik rehberlik, yönetim desteği ve geniş bir iş ağı sunarak girişim şirketlerinin büyümesine ve başarıya ulaşmasına katkı sağlamaktadır. GSYF'ler ile girişim şirketleri arasındaki bu simbiyotik ilişki, her iki taraf için de fırsatlar içermektedir. Girişim şirketleri, ihtiyaç duydukları sermayeye erişirken, GSYF'ler de yüksek büyüme potansiyeline sahip şirketlere yatırım yaparak getiri elde etme fırsatı bulmaktadır.

Girişim sermayesi, yüksek risk içeren ve yenilikçi girişimlere yatırım yapmayı hedefleyen bir finansman türüdür. GSYF'ler ise, girişim sermayesi yatırımlarından oluşan portföyü işletmek amacıyla, SerPK uyarınca kurulan özel amaçlı yatırım fonlarıdır. Bir tüzel kişiliği olmayan ve portföy yönetim şirketleri tarafından kurulan GSYF'lerin ortaya çıkış amacı, hızla gelişen ekonomik dünyada yeniliklere ayak uydurarak ülke ekonomisinin gelişmesini katkı sağlamaktır. Zira girişim sermayesi, ülkedeki ekonomik dinamizmi artırmakta ve yeni iş fırsatları yaratmaktadır.

Bugün dünyada özellikle teknoloji alanında sektör devi olarak bilinen pek çok şirket, serüvenine girişim şirketi (*start-up*) olarak başlamış ve girişim sermayesi finansmanı ile fikirlerini ortaya koyabilmiştir. Bu boyutta şirketlerin kurulması ve gelişmesi, sermaye ihtiyacının karşılanmasına bağlı olup, bu şirketlerin ülke ekonomisine katkısı göz ardı edilemez boyuttadır. Bu bağlamda girişim sermayesinin önemli bir ekonomik katkısı da istihdam yaratmasıdır. Zira, başarıyla büyüyen girişimler, yeni iş imkanları sunmakta ve iş gücü piyasasında çeşitlilik sağlamaktadır. Bu da ülkedeki işsizlik oranlarını düşürerek yerel ekonomilere canlılık kazandırmaktadır. Bütün bunların yanı sıra, girişim sermayesi yatırımları, genellikle yüksek teknoloji ve inovasyon alanlarında yoğunlaştığı için, ülkenin teknoloji ve inovasyon kapasitesini artırmakta ve uluslararası rekabet gücünü güçlendirmektedir.

Dünya ülkelerinin girişim sermayesi yatırımlarını teşvik etmek için en sık başvurduğu yöntemlerden birinin, söz konusu yatırımlara ve girişim şirketlerine vergi avantajları sağlamak olduğu görülmektedir. Nitekim girişim şirketlerinin oluşturduğu ekonomik çeşitlilik, ekonomik istikrarı artırmaktadır. Bu ekonomik istikrar ortamı girişimlerin büyümesine ve nihayetinde ülkenin vergi gelirlerini artırarak devlet bütçesine katkıda bulunmaktadır. Bu nedenledir ki günümüz dünyasında pek çok devletin girişim sermayesi ekosistemini geliştirmek için önemli adımlar attığı görülmektedir. Ülkemiz açısından GSYF'lerin ortaya çıkışı ve GSYF mevzuatının düzenlenmesi de bu adımlardan biri olarak kabul edilebilecektir.

Çalışmamızın amacı, girişim sermayesinin ve GSYF'lerin tarihsel gelişimini, işleyişini, Türk hukukundaki düzenlemeleri ve GSYF'lerin girişim şirketleriyle olan ilişkilerini incelemektir. Çalışmamız kapsamında, GSYF'lerin hukuki çerçevesini, yatırım türlerini ve sözleşmeleri ile yatırımcılarla olan ilişkilerini hukuki bir perspektiften detaylı bir şekilde ele almaya çalışacağız.

Birinci bölümde, genel olarak girişim sermayesi kavramının tanımını yaparak, girişim sermayesine ilişkin yatırım aşamalarını açıklayacağız. Akabinde girişim sermayesi kavramının ABD'de ortaya çıktığı ortamı anlatarak, girişim sermayesinin arkasında yatan fikri ortaya koyacağız. Kavramı etraflıca açıklayabilmek ve anlayabilmek için, kurulan ilk girişim sermayesi kurumlarını inceleyecek ve bu kurumların Türk hukukunda hangi yöntemlere ilham olduğuna değineceğiz. ABD'den çıkarak dünya geneline yayılan girişim sermayesinin Avrupa'da, Asya'da ve nihai olarak Türkiye'de nasıl uyarlandığını ve nasıl geliştiğini açıklayacak ve Türkiye'de günümüzde kullanılan girişim sermayesi ve girişim sermayesi benzeri finansman yöntemlerini ele alacağız.

İkinci bölümde, GSYF'lerin hukuki çerçevesini Türk hukuku kapsamında inceleyerek, hukuki niteliğini, kuruluş sürecini, fon içtüzüğü, ihraç belgesi gibi kuruluş belgelerini, katılma paylarının ihraç edilmesini, nitelikli yatırımcılara satılmasını inceleyeceğiz. Fon katılma paylarının nitelikli yatırımcılara satışı için, mevzuatta sadece GSYF'ler için zorunlu kabul edilen yatırımcı sözleşmesinin hukuki çerçevesini de gözden geçireceğiz. Bu bölümde ayrıca fon kurucusu ve fon

yöneticisinin özelliklerini ve hukuki sorumluluklarını ele alacak ve nihayet fonun tasfiyesini açıklayacağız.

Çalışmamızın üçüncü ve son bölümünde, GSYF'lerin yatırımları üzerinde duracağız. Hukukumuzda GSYF'lerin yatırımları, girişim sermayesi yatırımları ve diğer yatırımlar olarak ikiye ayrılmış olup, GSYF'nin ana faaliyet konusunu girişim sermayesi yatırımları yapmaktadır. Girişim sermayesi yatırımlarıyla ilgili olarak bu bölümde, girişim şirketi (*start-up*) kavramını inceleyerek, GSYF'lerin girişim şirketlerine yatırım yapma yöntemleri ve GSYF'ler ile girişim şirketleri arasındaki hukuki ilişkiyi irdedeceğiz. Bu yatırım yöntemleri için GYSF Tebliği ile imzalanması öngörülen sözleşmelerden olan pay sahipliği sözleşmesi ile borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman sözleşmelerini ayrıca açıklayacağız. Yine bu bölümde, GSYF'lerin malvarlığı ve bu malvarlığının korunması için mevzuatta öngörülen ilkeleri ve GSYF'lerin genel yatırım sınırlamalarını ortaya koyacağız. Son olarak mevzuatımızda girişim sermayesi yatırımlarını teşvik amaçlı öngörülen birtakım vergi avantajlarını ele alacağız.

Sonuç bölümünde ise, çalışmamızın genel bir değerlendirmesini ve sonuçlarını sunacağız. Bu bölümde, GSYF'lerin gelecekteki gelişim potansiyeli göz önünde bulundurarak, Türkiye'deki uygulamalarına yönelik geliştirdiğimiz önerilerimiz yer almaktadır.

Girişim sermayesi yatırım fonlarının ekonomik ve istatistiksel boyutlarından ziyade, hukuki yönlerine odaklanmayı hedefleyen çalışmamızda, Türk hukukunun genel olarak girişim sermayesi, özel olarak ise GSYF'ler bakımından düzenlemelerine ışık tutmayı ve varsa eksikliklerini tespit etmeyi amaçlamaktayız. Sonuç olarak çalışmamız, GSYF'lerin hukuki yapısının ve uygulamalarının anlaşılmasına katkı sağlamayı hedeflemektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ, ORTAYA ÇIKIŞI VE GELİŞİMİ

Girişim sermayesi kavramı ve girişim sermayesi finansmanı gerek yerel gerek global ekonomide yarattığı etki ve potansiyel büyüklüğü nedeniyle çeşitli çevreler tarafından tartışılmaktadır. Bir girişim sermayesi finansman türü olan ve çalışmamızın da konusunu oluşturan girişim sermayesi yatırım fonlarını ve Türk hukukunda çizilen yasal çerçeveyi daha iyi anlayabilmek için öncelikle girişim sermayesi kavramını incelemenin ve ortaya çıkış sürecini ortaya koymanın önemli olduğu kanaatindeyiz. Bu nedenle çalışmamızın bu bölümünde önce genel olarak girişim sermayesi kavramını ve girişim sermayesine ilişkin yatırım aşamalarını, daha sonra girişim sermayesinin dünyada ve Türkiye’de tarihsel gelişimini ele alacağız.

I. Girişim Sermayesi

A. Genel Olarak Girişim Sermayesi

Girişim sermayesi kavramını açıklamak için öncelikle girişimcilik kavramını anlamak gerekmektedir. “Girişimcilik” sözcüğü köken olarak Fransızca *entreprendre* kelimesinden gelmektedir. *Entreprendre*, üstlenmek, fırsat yaratmak anlamına gelmektedir¹. Girişimci için ise literatürde farklı pek çok tanım kullanılmaktadır. Bunlarda biri, 18. yüz yılda ekonomist ve yazar olan Richard Cantillon tarafından yapılan “düzenli maaş yerine riskleri kabul ederek kar amacı güden bağımsızlar” tanımıdır². Girişimcinin karşılığı olarak kullanılan bir diğer tanım, yeni bir fikre veya girişim planına sahip olan ve finansal kaynak bularak bir işin organizasyonunu sağlayan ve bu girişim planının barındırdığı risklerin farkında olan kimsedir³.

Girişim sermayesi kavramını incelerken *start-up* kavramı da sıkça karşımıza çıkmaktadır. *Start-up*, öğretilerde kabul gören bir tanıma göre, tekrarlanabilir ve

¹ Ali Çağatay, **Startup Finansmanında Katılım Bankalarının Rolü**, 2022, s.3, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 7 Temmuz 2024.

² Tuğçe Aydoğan Çete, **Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi**, 2021, s.5, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 20 Haziran 2024.

³ Mehmet Marangoz, **Girişimcilikte Güncel Konular ve Uygulamalar**, İstanbul, Beta Basım, 2016, s.1.

ölçeklenebilir bir iş modeli arayışı için tasarlanmış bir şirket, ortaklık veya geçici organizasyonu ifade eder⁴. Öğretide sıkça kullanılan bir diğer tanıma göre ise *start-up*, aşırı belirsizlik altında yeni ürünler ve hizmetler geliştirmeye yönelik kurumsal yapıyı ifade eder⁵. Türkiye’de girişim şirketinin karşılığı olarak da kullanıldığı görülen *start-up* ile ilgili bütün bu tanımlar birlikte değerlendirildiğinde, girişim şirketi ifadesinin geniş kapsamlı şekilde, yeni bir ürün veya hizmeti ortaya koyabilmek için iş modelleri geliştiren her türlü kurumsal yapıyı açıklamak için kullanıldığı anlaşılmaktadır.

Dünyada ülkelerin ekonomik gücünü belirleyen en önemli koşullardan biri, ilgili ülkenin istikrarlı bir şekilde yenilik ortaya koyma kabiliyetidir⁶. Girişimci ve genç şirketler bu yeniliklerin yaratılmasında önemli katkılar sunma potansiyeline sahip olabilmektedir⁷. Ancak ekonomilerin büyümesi ve gelişmesi için ihtiyaç duyulan yenilikleri yaratma yeteneğine sahip olan girişim şirketleri çoğunlukla, yaratıcı fikirlerini hayata geçirmek için gerekli finansal güce sahip değildir⁸ ve finansman olmadan girişimcilikten de söz etmek mümkün değildir⁹. Girişim şirketlerinin bu finansal destek ihtiyacına binaen doğan girişim sermayesi, gelişme potansiyeli olan, yenilikçi fikirlere sahip girişimcilere sermaye desteği, bilgi ve tecrübe aktarılmasını sağlayan alternatif bir finansman yöntemidir¹⁰.

Girişim şirketleri her zaman geleneksel finansman yöntemleriyle sermaye elde edememektedir. Zira geleneksel finansmanlarda, kredi sağlayan kurumlar,

⁴ Steve Blank, **Why the Lean Start-Up Changes Everything**, 2013, (Çevrimiçi) <https://hbr.org/2013/05/why-the-lean-start-up-changes-everything>, 7 Temmuz 2024; Steve Blank, **Why Startups are Agile and Opportunistic – Pivoting the Business Model**, 2010, (Çevrimiçi) <https://steveblank.com/>, 7 Temmuz 2024.

⁵ Eric Ries, **The Lean Startup, How Today’s Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses**, New York, Crown Business Yayıncılık, 2011; Eric Ries, **The Startup Way, How Modern Companies Use Entrepreneurial Management to Transform Culture & Drive Long-Term Growth**, New York, Currency Yayıncılık, 2017.

⁶ Erkan Aydın, “Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi** 37, No:2, 2015, s.58.

⁷ Feyzullah Esad Şekkeli, **Kitle Fonlamasına Dayalı Girişim Sermayesi Vakfı Model Önerisi**, 2023, s.35, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 5 Ağustos 2024.

⁸ Aydın Yılmaz, **Teknoloji ve Yazılım Şirketlerinde Vergi Uygulamaları (Kanun, Tebliğ ve Özelgeler Işığında – Açıklamalı Örneklerle)**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2020, s.57.

⁹ Ebru Baysoy, “Girişimciliğin Finansmanında Banka Finansmanına Karşı Risk Sermayesi: ODTÜ Teknokent Örneği”, **İşletme Araştırmaları Dergisi** 12, No:1, 2021, s.611, (Çevrimiçi) <https://isarder.org/index.php/isarder/article/view/1034>, 6 Ağustos 2024.

¹⁰ Aydın, a.g.e., s.58.

fonlarını kısa vadeli, hızlı geri ödeme potansiyeline sahip olan ve risksiz şirketlere aktarmayı tercih etmekte ve çoğunlukla kredi sağladıkları şirketlerden teminat talep etmektedir¹¹. Girişim sermayesinde ise risk düzeyi oldukça yüksektir. Çünkü girişim şirketi tarafından yaratılacak olan ürün veya hizmetin piyasada tutunması, risk ihtiva etmektedir. Ancak bu yüksek risk, yüksek getiriye de beraberinde getirebilmektedir. Girişim sermayesi yatırımının başarılı olması halinde yatırımcılar yüksek kar marjı ve büyük satış hacminden kaynaklanan değer artışı sayesinde geleneksel finansman yöntemlerinin çok üzerinde getiri elde edebilmektedir¹². Girişim şirketleri de sabit bir faiz ödeme yükümlülüğü içermeyen bu finansman yöntemi ile yenilikçi projelerini hayata geçirme ve yatırımcılarıyla orantılı şekilde getiri elde etme imkanı kazanmaktadır¹³. Yaygın girişim sermayesi uygulamasına bakıldığında, yatırımcıların girişimcilere, önemli ölçüde ihtiyaç duydukları sermaye desteğinin yanı sıra, girişim şirketinin diğer ihtiyaç kalemleri olan tecrübe, pazarlama ağı, yönetim bilgisi gibi alanlarda da katkılarda bulunduğu görülmektedir¹⁴.

Girişim sermayesi yatırımları, genellikle girişim şirketlerine doğrudan veya dolaylı ortak olma ya da bu şirketlerin borçlanma araçlarını alarak finansman sağlama yoluyla gerçekleştirilir¹⁵. Bu tür yatırımlar, girişimcilere yenilikçi ve yaratıcı projelerini hayata geçirme şansı verir. Girişim şirketlerinin elde edeceği yüksek kar, öncelikle bu firmalara yatırım yapan girişim sermayesi kurumlarına, ardından da bu kurumlara yatırım yapan yatırımcılara geri döner. Bu mekanizma, sistemin temel işleyiş prensibini oluşturur. Yatırımın taraflarının adeta bir iş birliği içerisinde olması, tüm tarafların kazanç sağlamasına imkan tanır¹⁶. Bu bağlamda girişim sermayesi, bağımsız profesyonel fon yöneticileri tarafından seçilen girişimlere

¹¹ Zafer Demir, **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fon'larının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi**, İstanbul, 2018, s.7, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 29 Haziran 2024.

¹² Aydın Yılmaz, **a.g.e.**, s.57.

¹³ O. Berna İpekten, "Risk Sermayesi Finansman Modeli", **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** 7, No:1, s.386, (Çevrimiçi) https://dergipark.org.tr/tr/pub/ataunisobil/issue/2817/37947#article_cite, 4 Ağustos 2024.

¹⁴ Şekkeli, **a.g.e.**, s.36.

¹⁵ Aydın, **a.g.e.**, s.58

¹⁶ Demir, **a.g.e.**, s.2.

yatırım yaparak kar elde etmeyi amaçlayan kolektif bir yatırım yöntemi olarak değerlendirilmektedir¹⁷.

Bu noktada globalde kullanılan *private equity* ve *venture capital* kavramlarına, aralarındaki farklara ve hukukumuzda kullanılan “girişim sermayesi” ifadesinin bunlardan hangisine karşılık geldiğine değinmek uygun olacaktır. Uluslararası literatürde *venture capital* (Risk sermayesi, kısaca VC), genellikle başlangıç aşamasındaki, büyüme potansiyeli vaat eden girişimleri destekleyen, daha riskli yatırımları ifade eder. *Private equity* (Özel sermaye, kısaca PE) ise, daha az risk taşıyan, risk sermayesine oranla istikrarlı kabul edilebilecek şirketlerin büyümesini destekleyen daha büyük yatırımlar anlamına gelmekte olup, bu yatırımlar genellikle girişimin daha ileri aşamalarında yapılmaktadır¹⁸. Bu iki kavram birbirine çok benzemekte, hatta bazen birbirinin yerine kullanılsa da esasen VC kavramı, PE’ye oranla daha sınırlı ve özellikli bir yatırım çeşidi olup, PE’nin bir alt türü olarak kabul edilmektedir¹⁹. Türk hukukunda ise bu şekilde bir ayırım yapılmamıştır. Mevzuatımızda her iki yatırım türünün de (PE ve VC) girişim sermayesi olarak adlandırıldığı görülmektedir. Öğretide girişim sermayesinin, *venture capital* kavramına karşılık geldiği şeklindeki görüşlere de²⁰, *private equity* kavramına karşılık geldiği yönünde görüşlere de²¹ rastlanmaktadır. Ülkemizde "girişim sermayesi" teriminin kullanımı, 2004 yılında SPK tarafından çıkarılan tebliğ ile eski adı "risk sermayesi yatırım ortaklığı" olan yapının "girişim sermayesi yatırım ortaklığı" olarak değiştirilmesiyle başlamıştır. Sermaye Piyasası Kurulu Eski Başkanı Doç. Dr. Turan Erol bu değişikliğin amacını "özel sermaye şirketlerinin ülkemizde kurulmasını teşvik etmek" olarak açıklamıştır. Bu bağlamda, girişim sermayesi kullanımının günümüzde *private equity* kavramının karşılığı olarak kullandığını ve hem VC’leri hem de PE’leri kapsadığını söylemek uygun olacaktır²². Öte yandan,

¹⁷ Aydın, a.g.e., s.59.

¹⁸ Douglas Cumming, Satish Kumar, Weng Marc Lim, Nitesh Pandey, “Mapping the venture capital and private equity research: a bibliometric review and future research agenda”, **Small Bus Econ** 61, s.173, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00684-9>, 6 Ağustos 2024.

¹⁹ (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr>, 6 Ağustos 2024.

²⁰ Demir, a.g.e., s.7.

²¹ Hakan Kildokum, “Girişim Sermayesinin Türkiye Serüveni – Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı”, **Balkan Sosyal Bilimler Dergisi**, No:1, 2012, s.2, (Çevrimiçi) https://dergipark.org.tr/tr/pub/bsbd/issue/43799/537987#article_cite, 29 Haziran 2024.

²² A.e., s.3.

çalışmamızın sonraki bölümlerinde yapılan detaylı incelemelerden de görüleceği üzere, Türk hukukundaki girişim sermayesine ilişkin düzenlemelerinin daha çok *venture capital* yatırımlarını teşvik etme amacı taşıdığını belirtmek yanlış olmayacaktır. Kanaatimizce, VC ve PE kavramlarının Türk Hukuku'nda tek bir başlık altında ele alınması, esasen barındırdığı risk itibarıyla PE'den farklılaşan ve yatırımcılarının daha çok korumaya ihtiyacı olan VC'nin kendine has özelliklerine uygun hukuki düzenlemelerden mahrum kaldığı anlamına gelebilmektedir. Çalışmamızın ilgili kısımlarında, VC ve PE'lerin tek bir kavram olarak ele alınmasının yaratabileceği sorunlara ayrıca değineceğiz.

Yukarıda yaptığımız açıklamaları bir cümle ile özetlemek gerekirse, girişim sermayesi, SPK tarafından yayınlanan GSYO Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçığında da ifade edildiği üzere “*fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım*” olarak tanımlanabilir²³.

B. Girişim Sermayesi Yatırım Aşamaları

Girişim sermayesi yatırımları, farklı aşamalardaki şirketlerin sermaye gereksinimlerine göre düzenlenebilmektedir. Bu aşamalar, fon sağlama dönemlerine göre farklı isimler alır ve her bir aşamanın kendine özgü riskleri ve avantajları vardır²⁴. İlk olarak, girişim sermayedarları, yatırımın gerçekleşeceği ülkenin, bölgenin ve demografik unsurları değerlendirerek yatırım yapılacak alanları belirlemektedir. Girişim sermayedarları bu süreçte objektif kriterlerin yanı sıra ülkenin ortaklık kültürü ve iş birliği yapabilme yeteneği gibi öznel faktörleri de göz önünde bulundurmaktadır²⁵. Kurumsal ortaklıklara yatkın ve bu alanda deneyimli bölgelerde yatırım yapmanın daha kolay olması nedeniyle bu bölgeler girişim sermayesi yatırımlarında daha çok tercih edilmektedir. Günümüzde neredeyse bütün dünya ülkelerinin girişim sermayesi yatırımlarına uygun bir ekonomik ve hukuki düzlem oluşturmak için çaba göstermesi de bu sebeptir.

²³ (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr>, 6 Ağustos 2024.

²⁴ Şekeli, **a.g.e.**, s.29.

²⁵ Demir, **a.g.e.**, s.18.

Girişim sermayesi yatırımları genellikle birkaç farklı aşamada yapılmakta ve bu aşamalar, girişim şirketinin büyüme sürecinde karşılaşılabileceği yeni fon ihtiyaçlarını karşılayabilmektedir²⁶. Bu bağlamda, girişim şirketlerinin her aşaması finanse edilebilmekte olup, her bir aşama büyüme ve başarı elde etmek için özel stratejilere ve kaynaklara gereksinim duymaktadır²⁷. Girişim sermayedarlarının başarısının, sadece yatırım yapılan şirketin gelişmesine bağlı olması nedeniyle yüksek olan risk, yatırımların farklı aşamalardaki girişimlere dağıtılarak riskin dengelenmesini gerektirmektedir²⁸. Yatırımcılar, başlangıç aşamasındaki girişimlere genellikle daha küçük tutarlarda yatırım yaparken, belirli bir pazarda faaliyet gösteren ve ürün veya hizmet sunan şirketlere daha yüksek tutarlarda yatırım yapmayı tercih etmektedir. Yatırımlarının risk seviyesini ve beklenen getiri oranını dikkate alan girişim sermayedarları, çıkış yapmayı planladıkları süreye göre hangi aşamadaki girişimlere yatırım yapacaklarına karar vermektedir²⁹. Bu strateji, girişim sermayedarlarının sermayelerini sürekli olarak büyütme ve yeni projeleri finanse ederek bir anlamda girişimcilik ekosisteminin çeşitlenmesine de olanak tanımaktadır.

Girişim sermayesi yatırımlarını temel olarak üç ana aşamada incelemek mümkündür. Bu aşamalar: erken dönem yatırımları, gelişme dönemi yatırımları ve çıkış dönemi yatırımlarıdır³⁰.

1. Erken Dönem Yatırımları

a. Çekirdek Sermayesi

Global literatürde *seed capital* olarak da bilinen çekirdek sermayesi, girişimcilerin daha fikir aşamasında olan projelerini hayata geçirmek için sağlanan ilk finansman aşamasına verilen isimdir. Bu aşamada, genellikle ürün veya hizmet henüz geliştirilmemiş olup, yatırımcılar sadece fikri desteklemektedir. Çekirdek sermayesi, girişim sermayesi yatırım türleri arasından risk açısından en yüksek riskli

²⁶ Abdullah Kuluç, **Girişim Sermayesi ve İslam Hukuku Açısından Tahlili**, İstanbul, 2021, s.13, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 28 Temmuz 2024.

²⁷ Aydın Yılmaz, **a.g.e.**, s.58.

²⁸ İpekten, **a.g.e.**, s.394.

²⁹ Çağatay, **a.g.e.**, s.61.

³⁰ Şekkel, **a.g.e.**, s.29.

yatırım aşaması olarak kabul edilir. Zira ortada henüz bir ürün bulunmamakla birlikte, fikir aşamasındaki ürünün uygulanabilirliği ve piyasa durumu hakkında kesin veriler de bulunmamaktadır³¹.

Çekirdek sermayesi yatırımı, AR-GE finansmanı olarak da adlandırılmakta olup³², girişimcinin ürününün araştırılması, geliştirilmesi ve pazar testlerinin yapılması için gerekli olan fonları sağlamayı amaçlamaktadır. Bu süreçte, ürünün tasarımı, pazarlama stratejileri ve satış kanallarının oluşturulması gibi temel aşamalar ön plandadır. Müşteri portföyü oluşmadığından ve müşteri sadakati henüz sağlanmadığından, doğru ürün ve pazar analizi kritik önem taşımaktadır³³. Girişim sermayesinin, girişime yalnız finansal destek değil, AR-GE süreçlerine ilişkin tecrübe ve yönetim desteği de sağlamasının önemi bu aşamada kendini göstermektedir.

Girişim sermayedarları, bu aşamadaki yatırımları genellikle riskli bulmakta ve bu yüzden bu tür projelere yaklaşırken daha temkinli davranmaktadır. Araştırmalar, çekirdek sermayesi yatırımlarının yaklaşık %70'inin ilk bir yıl içinde sona erdiğini ve bu nedenle yatırımcıların bu tür projelerden genellikle kaçındığını göstermektedir³⁴. Çekirdek sermayesi yatırımlarının likidite süresi de genellikle uzun olup, 7-10 yıl sürebilmektedir³⁵.

b. Başlangıç Sermayesi

Başlangıç sermayesi, girişim şirketlerinin kuruluş ve ilk faaliyet süreçlerini destekleyen finansman türü olup uluslararası uygulamada *start-up capital* olarak da bilinmektedir. Girişim sermayesinin temel türü olarak kabul edilen bu finansman aşamasında yapılan yatırımlar, genellikle subjektif değerlendirme yöntemleriyle yapılmakta ve girişim şirketinin yaşı, çalışan sayısı ve faaliyet büyüklüğü gibi kriterler göz önünde bulundurulmaktadır. Yenilikçi ve teknoloji odaklı genç firmalar

³¹ Demir, **a.g.e.**, s.19; Kuluç, **a.g.e.**, s.20; İpekten, **a.g.e.**, s.394.

³² Abdullah Kaya, **Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2001, s.15, (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/yayinlar/kurul-yeterlik-etutleri/kurul-yeterlik-etutleri>, 6 Ağustos 2024.

³³ Demir, **a.g.e.**, s.18.

³⁴ **A.e.**, s.19; Kuluç, **a.g.e.**, s.19.

³⁵ İpekten, **a.g.e.**, s.394.

bu kategoride yer alır ve genellikle birinci yılındaki firmalar bu aşama yatırımına uygun görülmektedir³⁶.

Başlangıç sermayesi aşamasında girişimler, fikir aşamasından fiili üretim ve hizmet aşamasına geçiş yapmış durumdadır ve bu geçiş süreci, ticari faaliyetlere başlamış ve somut bir plan ortaya koyabilmiş olması nedeniyle çekirdek sermayeden daha az riskli olarak değerlendirilmektedir. Başlangıç sermayesi genellikle ürünün ticarileştirilmesi ve pazara sunulması için kullanılmaktadır. Bu aşamada, yatırımcılar girişim şirketlerinin iş planlarını titizlikle değerlendirmekte ve pazar büyüklüğü, şirket büyümesi, pazardan pay alma gibi gerçekçi veriler üzerinde durmaktadır³⁷. Girişim sermayedarları, kendi bilgi ve tecrübelerini girişimcilere aktarmakta olup, yatırımların geri dönüş süresi genellikle 3-5 yıl arasında gerçekleşmektedir³⁸.

c. Erken Aşama Sermayesi

Erken aşama sermayesi, girişim şirketlerinin ürün geliştirme ve pazara sunma sürecinin ardından gelen finansman aşamasıdır. Bu aşamada girişimciler, ürünlerini pazara sunmuş ancak marka imajını ve önemli bir pazar payını henüz oluşturamamışlardır. Rekabetin yüksek olduğu bu aşamada, ürünün başarısını kanıtlamak için girişim şirketleri ek finansmana ihtiyaç duyabilmektedir³⁹. Şirketin kredi almak için teminat sunma veya sermaye piyasasından fon sağlama imkânı sınırlı olduğundan, bu aşamada da girişim sermayesi desteği girişimciler için kritik önem arz etmektedir⁴⁰. Erken aşama finansmanında, girişim şirketinin ürünlerin piyasada tutundurulması ve rekabet gücünün artırılması için finansal desteğin yanı sıra genellikle şirkete yönetsel destek de sağlanmaktadır. Finansman genellikle 1-3 yıl süreyle sağlanmakta ve risk seviyesi orta-düşük olarak değerlendirilmektedir⁴¹.

³⁶ Kuluç, **a.g.e.**, s.19; Demir, **a.g.e.**, s.20.

³⁷ İpekten, **a.g.e.**, s.394.

³⁸ Demir, **a.g.e.**, s.21; Kaya, **a.g.e.**, s.15.

³⁹ **A.e.**, s.15

⁴⁰ Kuluç, **a.g.e.**, s.20; İpekten, **a.g.e.**, s.394.

⁴¹ **A.e.**, s.394.

2. Gelişme Dönemi Yatırımları

a. Geçit Finansmanı

Geçit finansmanı, erken aşama sermayesini tüketmiş ve tam kapasiteyle üretim ve satış yapabilmek için ek sermayeye ihtiyaç duyan girişim şirketlerinin büyüme sürecindeki bir sonraki adımını finanse etmek amacıyla kullanılan bir finansman türüdür. Bu aşamada, girişim şirketi, artan iş hacmi, üretim veya satış gereksinimleri nedeniyle ilave finansmana ihtiyaç duyabilmekte olup, girişim sermayedarları şirketlerin bu ihtiyaçlarını finanse etmektedir⁴².

b. Büyüme-Gelişme Sermayesi

Gelişme ve büyüme sermayesi, girişim şirketlerinin artan üretim kapasitesini, pazar payını ve ürün geliştirme ihtiyaçlarını finanse etmektedir. Bu aşamada, şirketler mevcut üretim ve satış süreçlerini genişletmek için dış ticaret danışmanlığı ve pazarlama desteği alarak satışlarını büyük ölçüde artırabilmektedir⁴³. Büyüme sermayesi, girişim sermayedarlarının en çok tercih ettiği yatırım türlerinden biridir⁴⁴. Şirketler, azınlık paylarını girişim sermayedarlarına satarak büyüme ve kârlılığı artırmayı hedefler. Bu aşamadaki yatırım tutarı yüksek olup, şirketlerin dönüşüm ve yenilenme potansiyelinin yüksek olması nedeniyle risk önceki aşamalara göre daha düşüktür⁴⁵.

3. Çıkış Dönemi Yatırımları

a. Köprü Finansmanı

Köprü finansmanı, girişim şirketlerinin borsada halka arz edilmesine veya ek girişim sermayesi sağlamasına kadar sağlanan finansman desteğine verilen isimdir. Bu aşamaya gelmiş şirketler, piyasada tutunmuş ve değerleri artmakta olan şirketlerdir⁴⁶. Bu finansman türü, şirketlerin başka bir firma tarafından satın alınmadan veya halka arz edilmeden önceki son finansman aşamasıdır. Ara

⁴² Şekkeli, **a.g.e.**, s.30; Kaya, **a.g.e.**, s.15.

⁴³ **A.e.**, s.15; Şekkeli, **a.g.e.**, s.30; Demir, **a.g.e.**, s.22.

⁴⁴ **A.e.**, s.23.

⁴⁵ Kuluç, **a.g.e.**, s.20.

⁴⁶ Onur Atilla, **Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi**, 2006, s.70, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 6 Ağustos 2024.

finansman⁴⁷ da köprü finansmanının bir türü olup, genellikle iki yıldan daha kısa vadeli. Yüksek faizli tahviller veya imtiyazlı hisse senetleri aracılığıyla gerçekleştirilmekte ve devir, satış veya halka arz gibi işlemler öncesinde kullanılmaktadır⁴⁸.

b. Yerine Koyma Sermayesi

Yerine koyma sermayesi, girişim şirketinin mevcut hissedarlarının ellerindeki payların bir kısmının büyük bir fon veya yatırımcı tarafından satın alınmasına verilen isimdir. Bu finansman türü, girişimcilerin borsaya kote olmak istememesi veya ortaklar arasında anlaşmazlıklar olduğunda başvurulabilen ve mevcut hissedarların paylarını satarak yeni yatırımcıları dahil etmeleriyle şirketin yönetim yapısını koruyan bir finansman yöntemidir⁴⁹.

c. Şirket Paylarının veya Varlıklarının Satın Alınması

Bu finansman türü, bir işletme satışa sunulduğunda, işletmeyi yakından tanıyan ve satın almak isteyen ancak finansal kaynağa sahip olmayan girişimcilere destek sağlamak için yapılan yatırımlardır. Bu desteklerin başarılı olabilmesi için girişimcinin işletme hakkında kapsamlı bilgiye sahip olması gerekmektedir. Destek finansman yönteminden, mevcut şirket yöneticileri, çalışanları ya da dışardan kişiler faydalanabilmektedir⁵⁰.

4. Yatırımlardan Çıkış

Girişim sermayesi finansmanında amaç, yatırılan şirketle kalıcı bir ortaklık kurarak temettü geliri elde etmek değildir. Girişim sermayesi sağlayan kuruluşlar, yatırım politikaları ve stratejileri doğrultusunda belirli bir süre sonra yatırımın nakde çevrilmesini planlarlar. Bu süreçte likiditasyon stratejilerinin doğru bir şekilde belirlenmesi, girişim sermayedarının başarısında kritik bir rol oynamaktadır. Girişim sermayedarları, sahip oldukları payları en yüksek değerine ulaştığında satarak

⁴⁷ *Mezzanine* finansmanı olarak da bilinmektedir. Çalışmamızın ikinci bölümünde ayrıca incelenecektir.

⁴⁸ A.e., s.20; Kaya, a.g.e., s.15; İpekten, a.g.e., s.395.

⁴⁹ Şekkeli, a.g.e., s.31; Kaya, a.g.e., s.16; Kuluç, a.g.e., s.21.

⁵⁰ A.e., s.21.

yatırımdan bekledikleri maksimum kazancı elde etmeye amaçlamaktadır⁵¹. Yatırımdan çıkış süreci, hisselerin halka satılması, hisselerin başka bir şirket tarafından satın alınması, girişim sermayedarlarına ait hisselerin doğrudan girişim şirketi tarafından satın alınması, hisselerin bir başka yatırımcıya satılması, şirketin yeniden organize edilmesi veya şirketin tasfiye edilmesi şeklinde olabilmektedir⁵².

II. Girişim Sermayesinin Tarihsel Gelişimi

Girişim sermayesi kavramının ifade ettiği anlam ile ulusal ve global ekonomiler açısından önemi, çalışmamızın önceki kısımlarında açıklanmış olup, bu kavramı ve devamında güncel mevzuattaki yasal çerçeveyi anlamak için bu kavramın ortaya çıkışını incelemek önem arz etmektedir. Bunun için girişim sermayesinin öncelikle dünya genelinde gelişimini, akabinde Türkiye’de meydana gelen gelişmeleri açıklayacağız.

A. Dünya Genelinde Gelişim

1. Amerika Birleşik Devletleri

Girişim sermayesi kavramının dünyada ilk defa ABD’de ortaya çıktığı kabul edilmektedir. ABD’de 1929 yılında New York borsasının çöküşüyle başlayan Büyük Buhran⁵³ dönemi, başta ABD’de finansal sistemin durması olmak üzere hem Avrupa’da hem de dünya genelinde ekonomik olarak ağır sonuçların ortaya çıkmasına sebep olmuştur. Büyük Buhran’ın ABD’de yol açtığı üretimin düşmesi, işsizliğin artması, şirket ve bankaların iflas etmesi gibi ekonomik olumsuzlukların yanı sıra açlığın artması, intiharın ve hırsızlıkların yaygınlaşması gibi sosyolojik olumsuz etkileri de yol olmuştur⁵⁴. Bu dönemde birçok küçük firmanın da iflas etmesi, girişim sermayesi fikrinin ortaya çıkmasını sağlayan yeni bir tartışma ortamını tetiklemiştir⁵⁵.

⁵¹ Kaya, **a.g.e.**, s.16.

⁵² Kuluç, **a.g.e.**, s.22; İpekten, **a.g.e.**, s.395.

⁵³ Büyük Depresyon, 1929 Ekonomik Bunalımı veya *The Great Depression* olarak da bilinmektedir.

⁵⁴ Erdem Yavuz, “1929 Dünya Ekonomik Buhranının Türkiye’ye ve Diğer Ülkelere Olan Etkisinin İstatistik Analizi”, *Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* 14, No:2, s.380, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/pub/erzisosbil/issue/66346/1027499>, 21 Temmuz 2024.

⁵⁵ David H. Hsu, Martin Kenney, **Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973**, 2004, s.3., (Çevrimiçi) <https://ssrn.com/abstract=628661>, 20 Temmuz 2024.

a. Amerikan Araştırma ve Kalkınma Kurumu (American Research and Development Corporation)

Büyük Buhran döneminde ABD'nin finansal geleceğiyle ilgili endişe duyan iş dünyasının önde gelen bazı isimleri, küçük ve yenilikçi firmaların büyümesinin, ABD'de istihdam artışını sağlayacağına inanıyorlardı. Ancak bu firmalara erken aşama sermayesi sağlayabilecek herhangi bir kurum bulunmamaktaydı. Her ne kadar Rockefeller ve Whitney gibi zengin aileler tarafından kurulan girişim sermayesi firmaları bulunsada bu girişim sermayesi firmaları, sermayeyi dış kaynaklardan toplamadığı ve yatırımların tamamı aile tarafından yapıldığı için bir aile şirketinin ötesine geçmiyordu⁵⁶. Bu firmaların yatırımları da genelde, ailelerin bağlantıları nedeniyle hükümetle ilgili alanlara yöneliyordu. Dönemin meydana getirdiği tartışmalar ışığında, bir girişim sermayesi endüstrisi yaratmak amacıyla⁵⁷ 1946 yılında *Massachusetts Institute of Technology* başkanı fizikçi Karl Taylor Crompton, *Massachusetts Investors Trust* başkanı Merrill Griswold, *Federal Reserve Bank of Boston* başkanı Ralph Flanders ve *Harvard Business School* profesörü General Georges F. Doriot tarafından dünyanın ilk modern girişim sermayesi firması olarak kabul edilen Amerikan Araştırma ve Kalkınma Kurumu (*American Research and Development Corporation*, kısaca ARD) kurulmuştur⁵⁸. ARD herhangi bir özel kanuna dayanarak kurulmamış olup, genel ticaret ve yatırım kanunları çerçevesinde kurulmuş ve faaliyet göstermiştir.

ARD dört temel amaç üzerine kurulmuştur. Bunlar: yeni kurulan şirketleri desteklemek ve kurulmuş şirketlerin organizasyonlarını geliştirmelerine yardımcı olmak, teknolojik yeniliklerin ticarileşmesini teşvik etmek, ABD'de (ve özel olarak New England bölgesinde) ekonominin canlanmasına katkı sağlamak ve son olarak özel girişim sermayesi fonlarının yaygınlaşmasına yardımcı olmaktır⁵⁹. Yukarıda da değindiğimiz üzere ARD'nin ilk modern girişim sermayesi firması olarak kabul edilmesinin nedeni, günümüzdeki uygulamaya benzer şekilde, ARD'nin yatırım

⁵⁶ Hsu, Kenney, **a.g.e.**, s.14.

⁵⁷ **A.e.**, s.14.

⁵⁸ Paul A. Gompers, "The Rise and Fall of Venture Capital", **Business and Economic History** 23, No:2, 1994, s.5, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/23702914>, 27 Temmuz 2024.

⁵⁹ Hsu, Kenney, **a.g.e.**, s.4.

yaptığı fonu, kurumsal yatırımcılardan ve halktan toplamış olmasıdır. Zira ARD, halka açık, kapalı uçlu⁶⁰ bir fon olarak yapılandırılmıştır⁶¹. Yatırımcılar ARD'den satın aldıklarını hisselerini, ancak halka açık bir borsada diğer yatırımcılara satabilmekteydi. Yatırımcılar, ARD'nin yatırım yaptığı şirketlerden elde ettiği kazançları temettü olarak ARD'den alarak veya yatırımların değer kazanması nedeniyle ARD'nin hisse senetlerinin değer kazanması yoluyla kazanç elde ediyorlardı⁶².

ARD'nin odak noktası, şirketlere sadece nakit sermaye sağlamak değil, aynı zamanda bu şirketlere değer de katmaktı⁶³. Bu nedenle ARD'nin desteklediği şirketlere endüstriyel ve yönetim anlamında uzmanlık desteği sağlanıyordu. Bu desteğin sağlanabilmesi için de doğal olarak alanında uzman profesyonel çalışanlara ihtiyaç duyuluyordu. Zamanla, başta ARD için çalışan profesyonellerin -daha sonra girişim sermayesi endüstrisinde ARD'ye rakip olarak ortaya çıkan- diğer girişim sermayesi kurumlarından⁶⁴ daha iyi gelirler elde etmesi ve bu nedenle firmadan ayrılmaları gibi yönetim ve organizasyonel sorunlar baş göstermiştir. Bunların sonucu olarak ARD, ilk modern girişim sermayesi firması olarak tarihsel misyonunu tamamlayarak ortadan kaybolmuştur⁶⁵. 1972 yılında satılana kadar ARD'nin başkanlığını yapan Georges F. Doriot, ARD bünyesinde yaptığı çalışmalar nedeniyle dünya genelinde “Girişim Sermayesinin Babası” (*Father of Venture Capital*) olarak bilinmektedir⁶⁶.

⁶⁰ Kapalı uçlu fonlar hakkında detaylı açıklamalar çalışmamızın “Katılma Paylarının Fona İadesi” başlığı altında detaylı incelenecektir.

⁶¹ Paul Gompers, Josh Lerner, “The Venture Capital Revolution”, **The Journal of Economic Perspectives** 15, No:2, 2001, s.146, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2696596>, 27 Temmuz 2024.

⁶² Gompers, Lerner, **a.g.e.**, s.146.

⁶³ Gompers, **a.g.e.**, s.6.

⁶⁴ Bu kurumlardan SBIC ve VCLP, çalışmamızın bir sonraki kısımlarında ayrıca incelenecektir.

⁶⁵ Hsu, Kenney, **a.g.e.**, s.36.

⁶⁶ A. Gülniz Çakır, **The Venture Capital Fund Structure in Turkey: Is It A Suitable Model as an Alternative Investment Vehicle in Turkey?**, İstanbul, 2001, s.8, (Çevrimiçi) <https://www.proquest.com/dissertations-theses/venture-capital-fund-structure-turkey-is-suitable/docview/2569583673/se-2?accountid=11637>, 27 Temmuz 2024; Gompers, **a.g.e.**, s.5.

b. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Corporations)

ABD’de girişim sermayesiyle ilgili olarak ilk hukuki düzenleme 1958 yılında yürürlüğe giren Küçük İşletmeler Yatırım Yasası (*Small Business Investment Act*) olmuştur. Yürürlüğe giren bu yasa, federal hükümet tarafından desteklenen Küçük İşletme Yatırım Şirketlerinin (*Small business investment corporations*, kısaca SBIC’ler) kurulmasına olanak tanımıştır⁶⁷. SBIC’leri düzenleyen yasada, SBIC’lerin kurulmasını ve SBIC’ler aracılığıyla yatırım yapılmasını destekleyen vergi teşvikleri, özel kredi garantileri, halka arz yoluyla SBIC’lerin sermaye artırımına imkan tanınması gibi çeşitli avantajlar düzenlenmiştir. Bu avantajlar hukuki düzenlemenin yapılmasını takip eden dört yıl içerisinde, çoğu girişim sermayesi yatırımı yapma amacı taşıyan, yüzlerce SBIC’in kurulmasını sağlamıştır⁶⁸. Küçük İşletmeler Yatırım Yasası’nda yıllar içinde yapılan değişikliklerle, girişimlere yapılabilecek yatırım türleri çeşitlendirilmiş ve tüm bunlar yatırımcılar açısından SBIC’lerin öne çıkmasını sağlamıştır. Küçük İşletme İdaresi (*Small Business Administration*, kısaca SBA) tarafından sürdürülen programda, ABD’den farklı olarak girişimlere yapılan yatırımlar endüstri ve yönetim gibi alanlarda danışmanlık sağlamamakta, yalnızca finansal destek vermekteydi. Her ne kadar zaman içerisinde SBIC programında gerilemeler yaşanmışsa da⁶⁹ program kapsamı zaman içerisinde girişimcilere verilen eğitimler, yönetsel ve organizasyonel danışmanlıklar ve çeşitli garanti ve kredi türleri ile geliştirilmiş olup, program hala devam etmektedir⁷⁰. Bütün bu açıklanan nedenlerle, 1958 yılında yürürlüğe giren Küçük İşletmeler Yatırım Yasası (*Small Business Investment Act*), ABD’de girişim sermayesinin hukuki ve kurumsal temellerini atan ilk önemli düzenleme olarak kabul edilmekte olup, girişim sermayesinin ABD’de gelişimini ve yaygınlaşmasını teşvik etmiş, diğer ülkeler için de bir model ortaya koymuştur. SBIC’ler, daha sonra ülkemizde ortaya çıkan GSYO kurumuna da bir örnek teşkil etmiştir.

⁶⁷ Hsu, Kenney, **a.g.e.**, s.27.

⁶⁸ Gompers, **a.g.e.**, s.7.

⁶⁹ **A.e.**, s.8; Gompers, Lerner, **a.g.e.**, s.147.

⁷⁰ SBIC Programı hakkında detaylı bilgiler için bkz.: (Çevrimiçi) <https://www.sbic.org/about-sbic/>, 27 Temmuz 2024.

c. Girişim Sermayesi Sınırlı Ortaklıkları (*Venture Capital Limited Partnerships*)

SBIC programı devam ederken, hali hazırda mevcut olan sınırlı ortaklık (*limited partnership*) yapısı, girişim sermayesi yatırımları için uyarlanmaya başlanmıştır⁷¹. İlk girişim sermayesi sınırlı ortaklığı (*Venture Capital Limited Partnership*, kısaca VCLP) olarak *Draper, Gaither & Anderson* şirketi 1959 yılında, Palo Alto'da kurulmuştur. Şirket 1967 yılında tasfiye edilmişse de girişim sermayedarlarına önemli bir kapı açmıştır. 1961 yılında Arthur Rock ve Thomas Davis tarafından Davis & Rock isimli başka bir VCLP kurulmuş ve 1970'te fon tasfiye edilene kadar 3 milyon dolarlık başlangıç yatırımını 100 milyon dolara kadar çıkararak büyük başarı elde etmiştir⁷². Arthur Rock o dönemde ayrıca, Eugene Kleiner ve Shockley Laboratuvarı'nda çalışan bir grup çalışan için finansman sağlamak amacıyla yatırımcı arayışına girmiş ve⁷³ (Bugün dünyanın en büyük teknoloji şirketlerinden biri olan) IBM'nin en büyük hissedarı Sherman Fairchild'e ulaşabilmeyi başarmıştır. Rock, Fairchild'ı, Fairchild Semiconductor'ı kurmak için 1,5 milyon dolar yatırım yapmaya ikna etmiştir. Rock ayrıca Silikon Vadisi'nin büyümesinde çok önemli rol oynayan Kleiner Perkins Caufield & Byers girişim sermayesi firmasını kurmak için de çalışmıştır⁷⁴. Arthur Rock çalışmalarıyla zaman içerisinde Intel, Scientific Data Systems, Teledyne ve Apple gibi sektör liderlerine yaptığı yatırımlarla, Kaliforniya'daki yüksek teknoloji sektörünü dönüştürmede büyük bir etki yaratmış ve bu sayede hala "Girişim Sermayesinin Babalarından Biri" olarak anılmaktadır⁷⁵.

Sınırlı ortaklık yapısında, yatırımcılar sınırlı sorumlu ortak (*limited partner*, kısaca LP), girişim sermayedarları ise sorumlu ortak (*general partner*, kısaca GP) olarak yer almaktadır. Yatırımcılar, ortaklığın büyük yüzdeliğine sahip olup,

⁷¹ Hsu, Kenney, **a.g.e.**, s.29.

⁷² **A.e.**, s.30

⁷³ Jiawen Li, "Venture Capital Investment: A Full Look at Its History, Importance, Investment Dynamics, Effects on Entrepreneurship, and Outlook for the Future", **Advances in Economics Management and Political Sciences** 80, No:1, 2024, s.313 (Çevrimiçi) https://www.researchgate.net/publication/380496452_Venture_Capital_Investment_A_Full_Look_at_Its_History_Importance_Investment_Dynamics_Effects_on_Entrepreneurship_and_Outlook_for_the_Future 26 Temmuz 2024.

⁷⁴ **A.e.**, s.313.

⁷⁵ Gompers, **a.g.e.**, s.8; Çakır, **a.g.e.**, s.22; Li, **a.g.e.**, s.313.

ortaklığa asıl sermayeyi getirmesine karşın ortaklığın yönetimine neredeyse hiç dahil olmazken, girişim sermayedarları çok küçük bir yüzdelik ile ortaklığa dahil olmakta ancak ortaklığın kontrolünün neredeyse tamamını ellerinde bulundurmaktadır⁷⁶. Nitekim girişim sermayedarlarının sektör, yönetim ve organizasyon anlamında profesyonellerden oluşması nedeniyle, ortaklığın yatırımlarının tam kontrolünün girişim sermayedarlarında bulunması, sınırlı ortaklık yapısının doğal bir sonucu olmuştur.

VCLP'lerin girişim sermayesi için kullanılmaya başlandığı yıllarda, girişim sermayesine ilk defa adapte edilen bu sınırlı ortaklık yapısının, diğer girişim sermayesi kurumlarına göre birtakım avantajları olduğu ortaya çıkmıştır. Bunlardan ilki, yatırımlardan elde edilen tüm karın, herhangi bir vergilendirmeye tabi olmaksızın yatırımcılara aktarılabilmesiydi. Bununla birlikte girişim sermayedarları, diğer kurumlarda olduğu gibi sadece maaş kazanmıyor, bizzat kendilerinin de ortak olması nedeniyle ortaklığın kazançlarından pay elde ediyorlardı. Bu da girişim sermayedarlarının, ortaklık tarafından yapılan girişimlerden kar elde etme motivasyonlarının artmasını sağlıyordu. Ayrıca yatırımcıların ortaklığın yönetiminde söz sahibi olmaması, sorumlu ortak olan girişim sermayedarlarının daha özgür hareket etmesine olanak tanıyordu. Bütün bu serbestlik ve avantajlar, SBIC'ler ile birlikte VCLP'lerin de 1960'ların ortalarına gelindiğinde, ABD'de girişim sermayesi yatırımlarıyla birlikte genel olarak kabul gören organizasyon şekli haline gelmesini, 1980'lerin sonuna doğru ise VCLP'lerin girişim sermayesi ekosisteminde baskın gelen organizasyon türü olmasını sağlamıştır⁷⁷.

Girişim sermayesi açısından sınırlı ortaklık hukukunu diğer organizasyon türlerinden farklı kılan, ortaklığı yöneten girişim sermayedarları ile yatırımcılar arasında, sözleşme serbestisi ilkesinden gelen, mevzuatın getirdiği sınırlamalara bağlı kalmadan, tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleme özgürlüğü olmuştur⁷⁸.

⁷⁶ Çakır, **a.g.e.**, s.71.

⁷⁷ Hsu, Kenney, **a.g.e.**, s.29; Laura Bottazzi, Marco Da Rin, "Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies", **Economic Policy** 17, No:34, 2002, s.234, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/1344676>, 28 Temmuz 2024.

⁷⁸ David Rosenberg, "Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract", **Columbia Business Law Review**, No:2, 2002, s.376, (Çevrimiçi)

Bu nedenle sınırlı ortaklık yapısı günümüzde hala girişim sermayesi yatırımları için en çok tercih edilen kurumlardan biri olma özelliği korumaktadır⁷⁹.

ABD’de sınırlı ortaklıklar, her bir eyalet hukukunda farklı şekillerde düzenlenmekte olup, Delaware Eyalet Hukuku, ortaklığın taraflarının eyalet hukukundaki standart hak ve yükümlülüklerinden feragat etmesine ve aralarındaki ortaklık sözleşmesini tam bir özgürlük ile kurmalarına imkan sağlaması, kapsamlı ve esnek hukuki düzenlemeleri nedeniyle, VCLP’lerin kurulması için en çok tercih edilen eyalet olma özelliğini taşımaktadır⁸⁰. Ülkemizde ise VCLP kurumuna karşılık olarak TTK’da düzenlenen komandit şirketler düşünülebilir. Komandit şirketlerde de GP-LP ayrımı gibi komandite ortak ve komanditer ortak ayrımı bulunmaktadır. Komandite ortak GP’ler gibi sorumluluğu sınırlı olmayan ortak anlamına gelirken, komanditer ortak da LP’ler gibi sınırlı sorumlu ortakları ifade eder. Ancak ülkemizde komandit şirketlerin girişim sermayesi yatırımları için kullanıldığına uygulamada rastlanmamaktadır.

2. Avrupa

Çalışmamızın önceki kısımlarında da belirttiğimiz üzere girişim sermayesi bir Amerikan icadı olup, ABD en büyük girişim sermayesi endüstrisine ev sahipliği yapmaktadır. Girişim sermayesinin dünya geneline ve Avrupa’ya yayılması ise görece yavaş gerçekleşmiş, diğer finansal yenilikler kadar hızlı olmamıştır⁸¹. Avrupa’da sadece Birleşik Krallık ve İsviçre gibi birkaç ülke girişim sermayesi ekosistemini önemli denebilecek bir seviyeye kadar geliştirebilmiştir⁸². Nitekim

<https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/colb2002&div=13&id=&page=>, 27 Temmuz 2024.

⁷⁹ Çakır, a.g.e., s.9.

⁸⁰ Rosenberg, a.g.e., s.398; Mümtaz Hacıpaşaoğlu, Okan Şencan, **Startup Hukuku, Avukatınızdan, Yatırımcınızdan ve Rakiplerinizden Daha Becerikli Olun**, 3. bsk., İstanbul, Sola Unitas Yayınları, 2021, s.119.

⁸¹ Ulrich Hege, Frédéric Palomino, Armin Schwenbacher, **Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States**, 2008, s.1., (Çevrimiçi) <https://ssrn.com/abstract=482322>, 28 Temmuz 2024.

⁸² Luca Grilli, Boris Mrkajic, Gresa Latifi, **Venture Capital in Europe**, 2017, s.7, (Çevrimiçi) <http://www.projectfires.eu/wp-content/uploads/2018/02>, 28 Temmuz 2024.

Avrupa girişim sermayesi endüstrisi, hala genç bir endüstri olarak kabul edilmektedir⁸³.

Girişim sermayesi, Avrupa'da 1970'lerin sonuna doğru görünmeye başlamıştır. Birleşik Krallık ve İrlanda'da kurulan ilk girişim sermayesi firmaları genellikle Amerikan girişim sermayesi firmalarının iştirakleri olarak ortaya çıkmış ve büyük ölçüde Amerikan sermayesine ve uzmanlığına dayanmıştır. Bu girişim sermayesi firmaları genellikle teknolojik yeniliklere ve yenilikçi iş modellerine yatırım yapmayı hedeflemiştir⁸⁴. Kıta Avrupası'ndaki gelişmeler ise 1980'lerin başlarında, büyük bankalar tarafından kurulan girişim sermayesi firmaları aracılığıyla gerçekleşmiştir. Avrupa hükümetleri, girişim sermayesinin önemini fark etmiş ve bu sektörün gelişimini uzun süredir öncelikli bir gündem haline getirmişse de hala istenilen ilerleme sağlanamamıştır⁸⁵. Bu nedenle Avrupa kurumları, Silikon Vadisi'ni bir referans olarak kabul ederek, kamu girişimleri ve Start-up ve Scale-up İnisiyatifi⁸⁶ gibi girişimlerle bir girişim sermayesi devrimi yaratmaya çalışmaktadır⁸⁷. Ancak her ne kadar Avrupa girişim sermayesi endüstrisi, ABD'yi takip etse de kurumsal dünyadaki, vergi ve sermaye piyasası hukukundaki farklılıklar nedeniyle Avrupa girişim sermayesi zaman içerisinde ABD girişim sermayesinden farklılaşmıştır⁸⁸. Örneğin ABD girişim sermayesi finansmanlarında daha çok başlangıç ya da kuruluş aşamasındaki girişimler desteklenirken özellikle İngiltere örneğinde daha ziyade büyüme aşamasındaki girişim şirketlerine yatırım yapıldığı gözlemlenmiştir.

⁸³ Jean-Michel Sahut, Eric Braune, **Venture Capital in Europe: Myths and Reality**, 2015, s.2, (Çevrimiçi)

https://www.researchgate.net/publication/298305297_Venture_Capital_in_Europe_Myths_and_Reality, 28 Temmuz 2024.

⁸⁴ Joseph A. McCahery, Erik P.M. Vermeulen, **Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented Business Form**, 2004, s.12, (Çevrimiçi) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=664166, 28 Temmuz 2024.

⁸⁵ Hege, Palomino, Schwenbacher, **a.g.e.**, s.1.

⁸⁶ AB'nin yenilikçiliğini ve rekabet gücünü artırarak ekonomiyi güçlendirmeyi amaçlayan *the Start-up and Scale-up Initiative* hakkında detaylı bilgi için bkz: (Çevrimiçi) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2016:733:FIN>, 28 Temmuz 2024.

⁸⁷ Paolo Giudici, Peter Agstner, **Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)**, 2019, s.4, (Çevrimiçi) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3433366, 28 Temmuz 2024.

⁸⁸ Greg N. Gregoriou, Maher Kooli, Roman Kraeusli, **Venture Capital in Europe**, Oxford, Elsevier Inc, 2007, s.4.

Avrupa’da girişim sermayesi yatırımlarını teşvik etmek amacıyla 1983 yılında Avrupa Girişim Sermayesi Birliği (*European Venture Capital Association*, kısaca EVCA) kurulmuştur⁸⁹. EVCA, Avrupa’daki girişim sermayesini temsil etmek, sektörün çıkarlarını korumak, uygulama standartlarını belirlemek ve politika yapıcılarla iş birliği yaparak sektörün ihtiyaçlarına uygun düzenleyici çerçevelerin oluşturulmasını sağlamayı amaçlamıştır. Avrupa’da yapılan birtakım yasal düzenlemelerin oluşturulması sürecinde EVCA aktif rol oynamıştır.

1998 yılında yapılan Avrupa Konseyi toplantısında sunulan bir raporda, Avrupa’da girişim sermayesi piyasasının gelişmesinin önündeki engeller tespit edilmiş olup, bunların başlıcaları;

- Avrupa Birliği’ne üye ülkelerdeki sermaye piyasalarının bölünmüş yapıda olması ve bunun sermaye toplamayı ve likiditeyi azaltması,
- Hem Avrupa Birliği hem de ulusal düzeyde yeterli mevzuat düzenlemesinin bulunmaması,
- Ulusal vergi sistemlerinin girişim sermayesi yatırımlarına teşvik içermemesi,
- Yeni işe başlayan küçük ve orta ölçekli işletmeler ve bunların yatırımlarında ileri teknolojilerin eksik olması,
- Yatırımcıların riske karşı çekimser olması,
- Okullarda ve üniversitelerde girişim kültürünü geliştiren programların bulunmaması nedeniyle Avrupa’da girişimci insan eksikliği

şeklinde sayılmıştır⁹⁰.

Avrupa’da girişim sermayesi yatırımlarının geliştirilmesi için yapılan hukuki düzenlemelere örnek olarak; 2011 yılında yürürlüğe giren ve girişim sermayesi fonları da dahil olmak üzere yatırım fonlarını, yatırımcıların korunmasını düzenleyen Alternatif Yatırım Fon Yöneticileri Yönergesi (*Alternative Investment Fund Managers Directive*, kısaca AIFMD), 2013 yılında yürürlüğe giren ve küçük ve orta

⁸⁹ 2015 yılında adı Invest Europe olarak değiştirilen EVCA’nın tarihçesi hakkında bkz.: (Çevrimiçi) <https://www.investeurope.eu/40th-anniversary/past/>, 28 Temmuz 2024.

⁹⁰ M. Kemalettin Çonkar, **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2007, s.56-57.

ölçekli işletmelere yatırım yapan girişim sermayesi fonlarının Avrupa çapında pazarlanmasını ve faaliyet göstermesini düzenleyen Avrupa Girişim Sermayesi Fonları Yönetmeliği (*European Venture Capital Funds Regulation*, kısaca EuVECA), Birleşik Krallık'ta 1994 yılında uygulanmaya başlanan ve girişim sermayesi yatırımlarını teşvik etmek amacıyla yatırımcılara gelir vergisi indirimi ve sermaye kazancı vergisi muafiyeti gibi avantajlar sağlayan Girişim Yatırım Planı (*Enterprise Investment Scheme*, kısaca EIS), yine Birleşik Krallık'ta 2000 yılında yürürlüğe giren ve girişim sermayesi fonlarının faaliyetlerini düzenleyen kuralları ve standartları belirleyen Finansal Hizmetler ve Piyasalar Yasası (*Financial Services and Markets Act*, kısaca FSMA) ve 2012 yılında Birleşik Krallık'ta uygulanmaya başlanan start-up'lara yapılan yatırımlar için daha yüksek vergi avantajları sunan Tohum Girişim Yatırım Planı (*Seed Enterprise Investment Scheme*, kısaca SEIS) gösterilebilir⁹¹.

ABD ile paralel şekilde, Avrupa'da da en çok kullanılan girişim sermayesi yatırım yöntemi, sınırlı ortaklık yapısıdır. Bu organizasyon yapısı, çoğu girişim sermayesi fonunun temelini oluşturmakta ve girişim sermayedarları ile yatırımcıların kendi ekonomik hedeflerine göre bir sözleşme oluşturmalarına olanak tanımaktadır. Birleşik Krallık'ta sınırlı ortaklık yapısı, 1987'de girişim sermayesi fonlarının sınırlı ortaklık yapısına uyarlanmasına izin verilmesiyle popülerlik kazanmıştır⁹².

3. Asya

Girişim sermayesi sektörünün Asya'daki gelişimi ancak 1990'lı yılların sonunda başlamıştır. Asya, birbirinden oldukça farklı ekonomilere sahip ülkeleri içinde barındırmasına karşın, Asya'da girişim sermayesinin geç gelişmesinin ortak bazı nedenleri bulunmaktadır. Bunların başında, girişim sermayesi endüstrisi için gerekli standart ve düzenlemeleri ortaya koyup, endüstriyi destekleyecek kurumsal ve hukuki bir çerçevenin bulunmaması gelmektedir⁹³.

⁹¹ McCahery, Vermeulen, **a.g.e.**, s.22-28.

⁹² **A.e.**, s.6.

⁹³ Fulya Evren Yatmaz, **Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi**, T.C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi, 2012, s.74.

Asya ülkeleri arasında girişim sermayesi sektörü Japonya’da daha gelişmiştir. 1963 yılında Japonya’da, ABD’deki SBIC’lere benzer bir yapının oluşturulması amacıyla, Küçük İşletme Yatırım Yasası kabul edilmiş ve küçük işletme yatırım şirketleri kurulmaya başlanmıştır. Ancak ABD’deki örneklerinden farklı olarak Japon küçük işletme yatırım şirketleri, devletten yoğun destek almış ve yatırımlarına ilişkin düzenlemeler de devlet tarafından belirlenmiştir⁹⁴. Bu yasa Japonya’da girişim sermayesi sisteminin başlangıcı olarak kabul edilmektedir⁹⁵. Japonya’da 1974 yılında Girişim Sermayesi Merkezi (*Venture Enterprise Center*, kısaca VEC), 1984 yılında Japon Menkul Kıymet Aracıları Birliği (*Securities Dealers of Association of Japan*) kurulmuştur. 1985 yılından itibaren ise özel sektör tarafından girişim sermayesi şirketleri kurulmaya başlanmıştır⁹⁶. Bütün bu atılımlar ışığında Japonya’da gelişen girişim sermayesi ekosistemi, Asya’nın önde gelen girişim sermayesi endüstrilerinden kabul edilmektedir. Japonya’da yapılan girişim sermayesi yatırımları incelendiğinde, İngiltere’dekine benzer olarak, başlangıç aşamasındaki girişimlerden çok, büyüme aşamasındaki girişim şirketlerine yatırım yapıldığı görülmektedir⁹⁷.

4. İslami Finans

Çalışmamızın bu başlığı altında, girişim sermayesinin dünyadaki gelişimini tarihsel açıdan aşama aşama incelemeyeceğiz. Ancak, girişim sermayesi kavramının ortaya çıkışıyla ilgili görüşlerden birine kısaca değinmeye çalışacağız. Literatürde, girişim sermayesi finansman yönteminin ilham kaynağının, İslami finans uygulamasındaki “mudarebe” ve “müşareke” yöntemleri olduğu yönünde görüşler öne sürülmüştür⁹⁸. Bu kısımda, işte bu görüşü inceleyeceğiz.

⁹⁴ A.e., s.75.

⁹⁵ Çonkar, **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, s.3.

⁹⁶ Salih Tayfun İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s.24.

⁹⁷ M. Kemalettin Çonkar, “Bir İslami Finansman Aracı Olarak Girişim (Risk) Sermayesi Finansman Yöntemi: Türkiye’de Geliştirme İmkânları”, **International Congress on Islamic Economics and Finance (ICISEF), Volume 1, Islamic Economics**, Sakarya, Beşiz Yayınları, 2015, s.367.

⁹⁸ Çonkar, **Bir İslami Finansman Aracı Olarak Girişim (Risk) Sermayesi Finansman Yöntemi: Türkiye’de Geliştirme İmkânları**, s.362.

Mudarebe, İslam hukukuna göre kar paylaşımı esasına dayanan emek-sermaye ortaklığı anlamına gelmektedir⁹⁹. Mudarebede yönteminde yatırım yapma maksadıyla bir araya gelen iki kişiden biri emeğini, diğeri ise sermayesini ortaya koymakta ve kar elde edilmesi halinde sermayedarlara önceden anlaşılan oranda kar payı ve anapara geri ödemesi yapılmaktadır¹⁰⁰. Mudarebe işleminde, elinde bulundurduğu nakit fazlasını değerlendirme fırsatı arayan yatırımcı ile fikirlerini hayata getirebilmek için sermaye arayışında olan girişimci bir araya gelerek bir emek-sermaye ortaklığı kurmaktadır. Mudarebede taraflar kara da zarara da birlikte katlanır¹⁰¹. Yatırımcının zarara da katlanmak zorunda olması, mudarebenin risk unsurunu oluşturur. Bu şekliyle incelendiğinde, Mudarebe ile girişim sermayesinin büyük ölçüde benzeştiğini görmek mümkündür.

Müşareke yönteminde ise her iki taraf de sermayesiyle ortaklığa katılır ve bu nedenle mudarebeye oranla daha düşük riskli bir finansman yöntemi olarak nitelendirilmektedir. Bu düşüncenin altında her iki tarafın da ortaya sermaye koyması, iki tarafın da ortaklık hakkında daha çok çabalayacağı fikri yatmaktadır¹⁰².

Öğretideki bir görüşe göre girişim sermayesi finansmanı, İslam hukukuna dayanmakta olup, özellikle mudarebe yöntemi zaman içerisinde evrilerek girişim sermayesi finansman modelinin temelini oluşturmuştur¹⁰³. Bu görüş kapsamında, girişim sermayesi finansmanının (özel olarak girişim sermayesi sınırlı ortaklıklarının) İslam hukukuna dayanmasının sebebi olarak şu altı neden gösterilmiştir:

1. Girişim sermayesi, mudarebe finansman yöntemiyle aynıdır ve mudarebe İslam hukukunun temel kaynaklarından olan sünnetin bir parçasıdır.

⁹⁹ Tanım için bkz.: (Çevrimiçi) <https://islamansiklopedisi.org.tr>, 28 Temmuz 2024; Ömer Emeç, **Yeni Dünya ve Yeni Finans**, İstanbul, Albaraka Yayınları, 2020, s.62.

¹⁰⁰ Muhammet Fatih Canbaz, Ahmet Sami Erden, “Katılım Bankalarında Mudarebe Finansmanını Engelleyen Faktörler”, **Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi** 5, No:4, 2020, s.647, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/fesa/issue/58998/795368>, 28 Temmuz 2024.

¹⁰¹ Emeç, **a.g.e.**, s.65.

¹⁰² **A.e.**, s.655.

¹⁰³ Murat Çizakça, **Islamic Capitalism and Finance – Origins, Evolution and the Future**, Edward Elgar Publishing, 2011, s.249; Emeç, **a.g.e.**, s.65; Murat Çizakça, **İslam Dünyasında ve Batı’da İş Ortaklıkları Tarihi**, İstanbul, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1999, s.48.

2. Borç veya krediden farkı olarak faiz veya teminat içermemektedir. Finansman hisse karşılığı gerçekleşir.
3. Bütün sistem sermaye finansmanına dayandığı için, tüketim ödücü (*riba*) içermemektedir.
4. Girişim sermayesi bir kar-zarar paylaşım sistemidir ve kar-zarar paylaşım sistemi İslam hukukuna uygundur. Kar, taraflarca kabul edilen Sözleşme hükümlerine göre dağıtılır. Zarar ise fon sahibi olan yatırımcılar tarafından karşılanır.
5. Bir girişim sermayesi şirketi, klasik bir İslami şirket gibi kurulur. Yani sınırlı süreli bir ortaklık vardır ki bu da (VCLP uygulamasıyla paralel olarak) genellikle 10 yıldır.
6. Risk, gerçek anlamıyla paylaşılmaktadır ve girişim sermayedarları yatırımcılardan Teminat talep etmemektedir¹⁰⁴.

Sayılan bütün bu benzerliklerden yola çıkılarak, girişim sermayesi finansmanının İslami finans temelli olduğu sonucuna varılan bu görüşe (çalışmamızın esas konusunu oluşturmaması nedeniyle) kısaca değinmiş olmanın yeterli olacağını düşünmekteyiz¹⁰⁵.

B. Türkiye’de Gelişim

Sermaye piyasalarının Türkiye’de düzenlenmesi, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 1981 yılında kurulması ile başlamıştır. Esasen SPK’nın kuruluşuna ilişkin çalışmalar 1960’lı yıllarda, ESerPK’ya çok benzeyen bir kanun taslağının hazırlanmasıyla başlamış ve ancak 20 yıl sonunda ilk mevzuat düzenlemesi ortaya çıkmıştır¹⁰⁶. Türkiye’de girişim sermayesi sektöründeki önemli gelişmeler ise ancak 2000’li yıllarda başlayabilmiştir¹⁰⁷. Konu hakkında yapılan çalışmalarda, gelişmelerin geç yaşanma nedeni olarak birkaç ana unsur sayılmıştır. Bunlar¹⁰⁸:

¹⁰⁴ A.e., s.257.

¹⁰⁵ Konu hakkındaki görüşler ve detaylı açıklamalar için bkz.: Kuluç, a.g.e. s.68 vd.

¹⁰⁶ Aysel Gündoğdu, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 3. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018, s.152.

¹⁰⁷ Aydın, a.g.e., s.59.

¹⁰⁸ Demir, a.g.e., s.74; Çonkar, **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, s.90.

- Döneme uzun yıllardır hakim olan siyasi iktidarsızlık ve bununla beraber gelen ekonomik güvensizlik ortamı,
- Girişim sermayesi finansmanı hakkında hukuki bir çerçevenin oluşmamış olması,
- Yatırımcıların sektör hakkında yeterince bilgi sahibi olmaması, finansal okuryazarlığın düşük olmasıdır.

Çalışmamızda, Türkiye’de girişim sermayesinin geçirdiği dönemleri dikkate alarak bu gelişim sürecini beş döneme¹⁰⁹ ayırarak inceleyeceğiz.

1. 1993 Yılı Öncesi

Türkiye’de 5 Ocak 1986 yılında İşsizlikle Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu kurulmuştur. Bu kurul, ilk çalışmalarından biri olarak, 1988 yılında, Türkiye’de girişim sermayesine ilişkin ilk atılım olarak kabul edilen Teşebbüs Destekleme Ajansı’nın kurulmasını sağlamıştır¹¹⁰. Teşebbüs Destekleme Ajansı, küçük işletmelere yönetim ve teknik alanlarda destekler sunarak bu girişimlerin büyümesini sağlamayı ve sanki bir girişim sermayesi yatırım ortaklığı gibi çalışmayı hedeflemiştir¹¹¹. Anonim şirket şeklinde kurulan ve hükümet inisiyatifinde bir kamu şirketi olarak çalışan Ajans, çeşitli idari sorunlar ve gereken maddi güce sahip olamaması nedeniyle başarılı olamamıştır¹¹².

Bu dönemde devlet öncülüğünde, kamu-özel iş birliği ile gerçekleşen ve başarılı olarak kabul edilen bir diğer atılım ise Dünya Bankası ile Türkiye Cumhuriyeti arasında imzalanan bir uluslararası sözleşme uyarınca Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı’nın (TTGV) kurulmasıdır¹¹³. TTGV’nin kuruluş amacı, ülkedeki teknolojik inovasyonu destekleyerek uluslararası rekabete katılmak olup, TTGV bu amaçla girişim ekosistemine değer katacak ortaklıklar kurmayı hedeflemiştir¹¹⁴. TTGV, çalışmamızın tarihi olan 2024 yılı itibariyle hala özel

¹⁰⁹ Kildokum, **a.g.e.**, s.3; İnce, **a.g.e.**, s.25.

¹¹⁰ Çonkar, **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, s.85;

¹¹¹ İnce, **a.g.e.**, s.26.

¹¹² **A.e.**, s.23; Çakır, **a.g.e.**, s.61; Kildokum, **a.g.e.**, s.3; İpekten, **a.g.e.**, s.388.

¹¹³ Kildokum, **a.g.e.**, s.4; İnce, **a.g.e.**, s.26.

¹¹⁴ **A.e.**, s.23.

sektörün teknoloji geliştirme ve inovasyon faaliyetlerini desteklemeye devam etmektedir.

Girişim sermayesinin desteklenmesine ilişkin devlet tarafından atılan erken aşama adımlarının en önemlisi, SPK tarafından 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Seri: VIII, No: 21 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin çıkarılmasıdır¹¹⁵.

2. 1993 – 2000 Yılları

1993 yılında çıkarılan 21 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile girişim sermayesi finansmanı Türkiye’de ilk defa hukuki bir düzenlemeye kavuşmuştur¹¹⁶. Tebliğ ile getirilen düzenlemeler kapsamında risk sermayesi yatırımları için çeşitli vergi avantajları öngörülmüştür. Düzenlemede risk sermayesi yatırımları için üç farklı yöntem kurgulanmıştır. Bunlardan ilki risk sermayesi yatırım fonları, ikincisi risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve üçüncüsü ise risk sermayesi yönetim şirketleridir¹¹⁷.

Risk sermayesi yatırım fonlarını, çalışmamızın da konusunu oluşturan GSYF’lerin ilk taslağı olarak düşülebiliriz. Dönemin mevzuatına göre risk sermayesi yatırım fonlarının Seri: VII, No: 10 sayılı Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’nin hükümlerine de tabi olması gerekmekte ancak portföyünün risk sermayesi yatırımlarından oluşacağı düşünülmekteydi. Fakat bu fonların, diğer fonların portföy sınırlamalarına, yönetim ilkelerine, portföy değerlemesi gibi hükümlerine uyması mümkün olmadığından bu dönemde risk sermayesi yatırım fonları, herhangi bir uygulama alanı bulamamıştır¹¹⁸.

Risk sermayesi yönetim şirketinin ise hukuki niteliği bahse konu dönemde tartışmalara konu olmuştur. Bu şirketler hakkında düşünülen, risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yönetim alanında danışmanlık veren bir kurum olmasıdır. Ancak risk

¹¹⁵ Evren Yatmaz, **a.g.e.**, s.98; Kildokum, **a.g.e.**, s.4.

¹¹⁶ İpekten, **a.g.e.**, s.388.

¹¹⁷ Çonkar, **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, s.86.

¹¹⁸ **A.e.**, s.88.

sermayesi yatırım ortaklıklarının zaten ayrı bir yönetim kurulu olduğundan bu yönetim şirketlerinin de uygulamaya geçmesi mümkün olmamıştır¹¹⁹.

Kurgulanan yapıda risk sermayesi yatırım ortaklıklarının ise anonim şirket türünde kurulması gerektiği belirlenmiştir. Bu sınırlama ile dönemin yüksek faiz ve enflasyon içeren ekonomik şartları nedeniyle risk sermayesi yatırım ortaklıkları üç yıl kadar bir süreyle uygulama alanı bulamamıştır¹²⁰. Fakat piyasadaki olumsuzluklara rağmen, 1996 yılında Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. liderliğinde Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. kurulmuştur. Bu sayede risk sermayesi yatırım ortaklıkları ilk defa uygulama alanı bulmuştur. Bu ortaklığın amacı, gelişime açık olan şirketlere, projeleri için sermaye katkısı sağlamak ve yönetim, bilgi ve deneyim açısından destek vermek olarak belirlenmiştir¹²¹. Ancak bütün çabalara karşın Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği istenen sonucu doğuramamıştır¹²². Zira 1998 yılına gelindiğinde tek risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak hala sadece Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. bulunmaktaydı¹²³.

Mevcut Tebliğ'in uygulamada yetersiz kalmasından hareketle, 1998 yılında aynı isimle 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VI, No: 10 sayılı Tebliğ çıkartılmıştır¹²⁴. Bu Tebliğ'de yer alan düzenlemeler görece daha esnek olup, yatırım konuları daha geniş tutulmuştur. Örneğin, risk sermayesi yatırımının girişim şirketlerine ortak olmanın yanı sıra, girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarının satın alınması şeklinde de yapılabileceği düzenlenmiştir¹²⁵.

3. 2000 – 2005 Yılları

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin ikinci uygulama 2000 yılında gerçekleşmiştir. Türünde başarılı bir örnek olarak ortaya çıkan ve hala faaliyetlerini sürdüren bu uygulama, İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'dir. Çalışmamızın önceki kısımlarında anlattığımız TTGV ve İş Bankası Grubunun

¹¹⁹ A.e., s.89.

¹²⁰ Kildokum, a.g.e., s.4.

¹²¹ İnce, a.g.e., s.27.

¹²² Evren Yatmaz, a.g.e., s.98.

¹²³ A.e., s.98; Çonkar, Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, s.89.

¹²⁴ Evren Yatmaz, a.g.e., s.98.

¹²⁵ İpekten, a.g.e., s.388.

ortaklığı ile kurulan bu risk sermayesi yatırım ortaklığı türünün ilk başarılı örneklerinden olmuştur¹²⁶.

Girişim sermayesi alanında bu dönemin önemli adımlarından biri de yine TTGV'nin desteğiyle birlikte TURKVEN'in kurulmasıdır¹²⁷. TURKVEN, 2000 yılında yurt dışı merkezli olarak, Türkiye'de yatırım yapmak üzere kurulan bir özel sermaye şirkettir. 2000'li yıllar, yurtdışı merkezli girişim sermayesi kurumlarının Türkiye pazarına ilgisinin arttığı yıllar olarak kabul edilmektedir. Birleşik Krallık'a bağlı Geurnsey Adası merkezli olan TURKVEN, her ne kadar Türkiye'de yatırım yapmak üzere kurulmuş bir girişim sermayesi şirketiye de bütün ortakları ve yatırımcıları yabancıdır. 2024 yılı itibari ile ortakları Avrupa Yatırım Bankası (*European Investment Bank*), Uluslararası Finans Kurumu (*International Finance Corporation*), Hollanda Kalkınma Bankası (*Dutch Development Bank*) ve Alman Kalkınma Bankası'ndan (*German Development Bank*) oluşmaktadır¹²⁸. TURKVEN ilk yatırımını 2003 yılında gerçekleştirmiş olup, yıllar içerisinde Türkiye'nin bilinen çeşitli markalarına yatırımlar yaparak büyümelerini desteklemiştir.

Bu dönemde hukuki düzlemde yapılan bir değişiklik ise 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VI, No: 15 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir. Bu değişiklik ile önceki mevzuat düzenlemelerinde kullanılan "risk sermayesi" ifadesi, yerini bugün hala kullanılan "girişim sermayesi" ifadesine bırakmıştır¹²⁹. Ayrıca girişim sermayesi yatırımlarının kapsamı genişletilmiş olup, girişim şirketleriyle ilgili opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri de bu kapsama dahil edilmiştir. Benzer şekilde yatırım sınırlamaları da azaltılmıştır¹³⁰. Yapılan değişikliğe uygun olarak Türkiye'nin ilk risk sermayesi yatırım ortaklığı, unvanını Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı olarak değiştirmiştir¹³¹.

¹²⁶ Kildokum, **a.g.e.**, s.4; İnce, **a.g.e.**, s.26;

¹²⁷ **A.e.**, s.23.

¹²⁸ Kildokum, **a.g.e.**, s.4; İnce, **a.g.e.**, s.28.

¹²⁹ Aydın, **a.g.e.**, s.53.

¹³⁰ Evren Yatmaz, **a.g.e.**, s.106.

¹³¹ İnce, **a.g.e.**, s.27.

4. 2005 – 2013 Yılları

Türkiye’de girişim sermayesi yatırımlarının artık kabul edilmeye başlandığı ve gerek yerli gerek yabancı girişim sermayesi yatırımlarının arttığı dönem 2005 yılı ve sonrasıdır¹³².

TTGV, 2005 yılında teknoloji alanında faaliyet gösteren veya göstermek isteyen hem başlangıç aşamasındaki hem de büyüme aşamasındaki şirketlere yatırım yapmak üzere Teknoloji Yatırım A.Ş.’yi kurmuştur¹³³. 2007 yılında ise küçük ve orta büyüklükteki işletmelere sermaye sağlamak için kurulan İstanbul Risk Sermayesi Girişimi’ne (*Istanbul Venture Capital Initiative*, kısaca iVCi) kurucu olarak katılmıştır. TTGV’nin yanında KOSGEB, Türkiye Kalkınma Bankası ve Avrupa Yatırım Fonu’nun da kurucu olarak yer aldığı iVCi, Lüksemburg merkezli olarak fonların fonu (*fund of funds*) ve eş yatırım programı kimliğinde kurulmuştur. Daha sonradan adı Türk Yatırım Girişimi olarak değiştirilen iVCi, Türk hukukuna göre faaliyet göstermemekle birlikte, Türkiye’de girişim sermayesi sektörünü büyütmeyi ve yenilikçi girişimcilerin ihtiyaç duyduğu sermayeyi uluslararası standartlarda sağlayabilmeyi amaçlamıştır¹³⁴.

2005 yılı sonrasında Türkiye’de, çalışmamızın bu kısmına kadar anlatmış olduğumuz yerli ve yabancı girişim sermayesi kuruluşları tarafından, önemli miktarlarda ve girişim sermayesi ekosistemi için kalıcı olarak kabul edilebilecek yatırımlar yapılmıştır¹³⁵.

5. 2013 Yılı ve Sonrası

2013 yılı Türkiye’de girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin hukuki düzenin oluşturulması adına önemli bir yıldır. 9.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (GSYO Tebliği) yayınlanmıştır. GSYO Tebliği 2013 yılından, işbu çalışmamızın tarihi olan 2024 yılına kadar -yeniden değerlemeye tabi tutarların

¹³² İnce, a.g.e., s.30.

¹³³ A.e., s.23.

¹³⁴ Evren Yatmaz, a.g.e., s.21.

¹³⁵ Kildokum, a.g.e., s.5.

güncellenmesi dışında- herhangi bir değişikliğe uğramadan GSYO'ların çalışma esaslarını düzenleyen mevzuat olarak yürürlükte kalmaya devam etmiştir¹³⁶.

2013 yılından sonra girişimlerin finansmanına ilişkin Türk mevzuatında yapılan bir diğer gelişme 15.02.2013 tarih ve 28560 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'in yürürlüğe girmesidir. BKS Yönetmeliği, 2013, 2014 ve 2018 yıllarında değişikliklere uğrayarak çalışmamız tarihinde yürürlükte olan haline gelmiştir. "Melek yatırımcı" olarak da bilinen bireysel katılım yatırımcılarının girişimlere finansman sağlamasını ifade eden bireysel katılım sermayesinin esaslarına, çalışmamızın ilerleyen kısımlarında kısaca değinilecektir.

Türkiye'de girişim sermayesine ilişkin atılan önemli adımlardan biri de SPK tarafından 2014 yılında, 02.01.2014 tarih ve 28870 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe giren III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin çıkarılmasıdır. GSYF'lerin hukuki altyapısını ortaya koyan GSYF Tebliği, 2014 ve 2020 yıllarında değişikliğe uğrayarak günümüzde de yürürlükte olan son halini almıştır. Çalışmamızın esas konusunu oluşturan GYSF'leri ve GSYF Tebliğini, ikinci ve üçüncü bölümlerde detaylıca inceleyeceğimiz için, bu bölümde ayrıca açıklamayacağız.

Bu dönemde hukukumuza uyarlanan önemli bir girişim sermayesi finansman yöntemi de kitle fonlamasıdır. Çalışmamızda ele alacağımız son hukuki gelişme, 03.10.2019 tarih ve 30907 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin çıkarılmasıdır. Ülkemizde ilk olarak, yatırımcıların pay beklentisi karşılığında finansman sağladığı kitle fonlaması türü olan paya dayalı kitle fonlaması yöntemi¹³⁷ uygulanmaya başlamışsa da III-35/A.1 sayılı Tebliğ, 27.10.2021 tarih ve 31641 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan III-35/A.2 sayılı Kitle Fonlaması Tebliği'nin yürürlüğe girmesi ile yürürlükten kalkmıştır. 2021 yılında Kitle Fonlaması Tebliği'nin uygulanmaya başlaması ile birlikte, kitle fonlaması finansmanı hem paya dayalı hem de borçlanmaya dayalı

¹³⁶ İnce, a.g.e., s.30.

¹³⁷ Gülhan Can Akdağ, **Girişim Şirketi (Start-Up)**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2023, s.60.

şekilde gerçekleşebilmektedir. Kitle fonlaması finansman yöntemini -çalışmamızın kapsamının dışına çıkmayacak şekilde- daha detaylı olarak ele alacağız.

a. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

1993 yılında Seri: VIII, No: 21 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin yürürlüğe girmesinden itibaren önce risk sermayesi yatırım ortaklığı, daha sonra yapılan değişikliklerle girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak anılan bu girişim sermayesi finansman yöntemi, yıllar içerisinde çeşitli geliştirmeler yaşanmasıyla 2013 yılında günümüzde de kullanılan son haline kavuşmuştur.

Bir girişim sermayesi finansman yöntemi olan GSYO, çalışma şekline göre yatırım ortaklıklarının bir alt türüdür. GSYO Tebliği'ne göre GSYO, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletme amacına sahiptir. Kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık şeklinde kurulan veya buna dönüştürülen GSYO'ların ihraç edilen paylarını satın alan yatırımcılar, Sermaye Piyasası Kanunu ve GSYO'lara ilişkin ikincil düzenlemelerin yanı sıra, Türk Ticaret Kanunu'nda anonim şirketlerin pay sahiplerine tanınan haklara da sahiptir. GSYO'ların paylarının halka arz yoluyla satışı da sadece nitelikli yatırımcılara satışı da mümkündür¹³⁸. GSYO yatırımlarının teşvikinin sağlanması amacıyla mevzuatta çeşitli vergi istisnaları ve avantajları düzenlenmiş olup, bu düzenlemeler GSYF'lere ilişkin düzenlemelerle paraleldir. Çalışmamızın üçüncü bölümünde söz konusu vergi avantajları üzerinde duracağız.

GSYO'lar çalışma şekli bakımından ABD'de ortaya çıkan SBIC'lere benzetilmiştir¹³⁹. Ancak SBIC programında, SBA tarafından SBIC'lere doğrudan sermaye desteği sağlanabilirken, GSYO'lara doğrudan sağlanan bir devlet desteği bulunmamaktadır.

¹³⁸ Akdağ, a.g.e., s.24.

¹³⁹ Akdağ, a.g.e., s.23.

b. Melek Yatırımcı

“Melek yatırımcı” kavramı¹⁴⁰, girişimlerin finanse edilmesi bağlamında ilk defa New Hampshire Üniversitesinden Prof. William Wetzel tarafından, girişimlerin başlangıç sermayelerini finanse eden yatırımcılar için, 1978’de kullanılmıştır. Zira Wetzel’e göre bu yatırımcılar, sadece bir getiri beklentisiyle hareket etmemektedir¹⁴¹. Melek yatırım, genellikle girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin tecrübesi olan yatırımcılar tarafından, kendilerine ait finansal kaynaklar ve tecrübe ile girişimcilere ortaklık yoluyla finansman sağlanmasını ifade etmektedir. Bu sayede girişimciler hem finansal destek hem de tecrübe aktarımı ile potansiyellerine ulaşabilme fırsatı elde etmektedir. Girişim sermayesi ile melek yatırımcılar, girişimlere finansal ve yönetsel destek sağlama açısından birbirine büyük ölçüde benzese de yatırıma konu olan sermayenin kaynağı açısından birbirinden ayrılmaktadır. Çünkü girişim sermayedarları girişimlere yaptıkları yatırımları, üçüncü kişi yatırımcılardan elde ederlerken, melek yatırımcıların finansman kaynağı kendi finansal varlıklarıdır¹⁴².

2013 yılında yürürlüğe giren BKS Yönetmeliği, esasen melek yatırımcının kim olduğunu değil, hangi melek yatırımcıların devlet desteğinden yararlanabileceğini düzenlemektedir¹⁴³. Yukarıda yer verdiğimiz tanıma göre, bireysel finansal kaynaklarından girişimcileri destekleyen her yatırımcı, melek yatırımcı olarak adlandırılabilir. BKS Yönetmeliği ise bireysel katılım yatırımcılarının (melek yatırımcıların) BKY lisansı alma şartlarını ve lisans alan bireysel katılım yatırımcılarının yararlanabileceği devlet desteklerini açıklamaktadır. BKS Yönetmeliği’ne göre devlet desteğinden faydalanabilecek olan “melek yatırımcılar”, yani bireysel katılım yatırımcıları, “*Kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişileri*” ifade etmekte olup¹⁴⁴ desteklerden faydalanabilmek için T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı’ndan BKY lisansı almak zorundadırlar¹⁴⁵.

¹⁴⁰ Uluslararası literatürde bu kavram “*angel investor*” olarak kullanılmaktadır.

¹⁴¹ Kuluç, **a.g.e.**, s.32.

¹⁴² Şekkeli, **a.g.e.**, s.23.

¹⁴³ Akdağ, **a.g.e.**, s.40.

¹⁴⁴ BKS Yönetmeliği, m.3/1-d.

¹⁴⁵ BKS Yönetmeliği, m.5/1.

Çalışmamızın kapsamını GSYF'lerin oluşturması nedeniyle, bu kapsamın çok dışına çıkmamak adına BKS Yönetmeliği'nde ve diğer mevzuatta düzenlenen devlet desteklerine burada değinmeyeceğiz¹⁴⁶.

c. Kitle Fonlaması

Kitle fonlaması, girişimcilere düşük maliyetlerle finansman sağlanmasını sağlayan ve internet teknolojilerinden faydalanan bir girişim sermayesi finansman yöntemidir. Kitle fonlaması ile girişimcilere, kitle fonlama platformları vasıtasıyla sermaye sağlanmakta olup, diğer girişim sermayesi yöntemlerinden farklı olarak yatırımcılar tarafından görece küçük miktarlarda da yatırım yapılabilmektedir¹⁴⁷.

Türk mevzuatına kitle fonlaması kavramının ilk dahil oluşu, 2017 yılında SerPK'da yapılan değişiklikle olmuştur. Bu değişiklikle önce SerPK'da kitle fonlamasının ve kitle fonlama platformlarının tanımı yapılmış, akabinde 2019 yılında Paya Dayalı Kitle Fonlama Tebliği yayınlanmıştır. Nihai olarak 2021 yılında Kitle Fonlama Tebliğinin yürürlüğe girmesiyle hem paya hem de borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının hukuki çerçevesi belirlenmiştir¹⁴⁸.

Kitle fonlaması, bir teknoloji veya üretim faaliyetine ilişkin iş fikrinin ihtiyaç duyduğu fonun sağlanması amacıyla, kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını ifade eder¹⁴⁹. Kitle fonlama platformlarının kuruluşu için SPK'dan izin alınması zorunludur. Uluslararası kitle fonlaması uygulamalarında kitle fonlama türleri paya, borçlanmaya, ödüle ve bağışa dayalı yöntemler uygulanırken, Türk hukukunda, Kitle Fonlaması Tebliği'ne göre yalnızca borçlanmaya ve paya dayalı kitle fonlaması yapılabilmektedir¹⁵⁰. Ödüle ve bağışa dayalı kitle fonlama yöntemlerinde, yatırımcıların bir getiri beklentisi bulunmamaktadır. Bağışa dayalı modelde yatırımcının motivasyonunu yardımseverlik isteği oluştururken, ödüle dayalı modelde yatırımcılar küçükten büyüğe farklı hediyeler edinebilmektedir¹⁵¹. Hukukumuzda da düzenlenen paya dayalı kitle fonlamasında ise aracı olan kitle

¹⁴⁶ Daha detaylı açıklamalar için bkz.: Akdağ, **a.g.e.**, s.40 vd.

¹⁴⁷ **A.e.**, s.54-55.

¹⁴⁸ Şekkeli, **a.g.e.**, s.28.

¹⁴⁹ Kitle Fonlaması Tebliği, m.4/1.

¹⁵⁰ Akdağ, **a.g.e.**, s.56.

¹⁵¹ Şekkeli, **a.g.e.**, s.26.

fonlama platformu üzerinden girişimciler, girişim şirketlerinin paylarını yatırımcılara satmaktadır¹⁵². Bu yöntemde yatırımcılar, ancak girişim şirketinin kitle fonlamasından elde ettiği fon ile sermaye artışı yapması suretiyle ihraç ettiği payları alabilecektir. Paya dayalı kitle fonlaması, borçlanmaya dayalı kitle fonlamasına göre daha uzun zaman almakta ve bu nedenle daha az tercih edilmektedir¹⁵³. Borçlanmaya dayalı kitle fonlama modelinde, girişimciler projeleri için gerekli olan finansman karşılığında yatırımcılara borçlanma araçları¹⁵⁴ satarak, belirli bir vadede, belirli bir faiz veya benzeri getiri ödemeyi taahhüt etmektedir¹⁵⁵. Her iki model ele alındığında da yatırımcıların kitleler halinde yatırım yapmasına dayanan kitle fonlaması, küçük birikimleri olan yatırımcılara girişim sermayesi yatırımlarına dahil olma, sermaye elde etme problemi yaşayan erken aşama girişimlerin sermayeye daha kolay erişmesine imkanı sağlamaktadır. Kitle fonlama yöntemi günümüzde oldukça kısa bir geçmişi olmasına rağmen çok önemli görülen bir girişim sermayesi finansman yöntemi olarak değerlendirilmektedir¹⁵⁶.

¹⁵² A.e., s.27.

¹⁵³ Akdağ, a.g.e., s.63.

¹⁵⁴ Kitle Fonlama Tebliği'nin 4'üncü maddesinin birinci fıkrasının n bendinde borçlanma aracı "*Girişimci veya girişim şirketinin platformlar aracılığıyla sattığı, fonlanan şirketin borçlu sıfatını haiz olduğu ve nominal değerinin vade tarihine kadar taksitler halinde bilgi formunda açıklanan esaslar çerçevesinde yatırımcıya geri ödenmesi esasına dayanan menkul kıymet*" şeklinde tanımlanmıştır.

¹⁵⁵ Şekkeli, a.g.e., s.27.

¹⁵⁶ Fatma İzmirli Ata, "Yeni Nesil Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlama: Türkiye Potansiyeli", **Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** 16, No:2, 2018, s.288, (Çevrimiçi) https://dergipark.org.tr/tr/pub/cbayarsos/issue/38081/439447#article_cite, 5 Ağustos 2024; Marangoz, a.g.e., s.59.

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRK HUKUKUNDA GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONLARI

Türk hukukunda girişim sermayesi yatırım fonları, SerPK'ya tabii olup, özel olarak SerPK'nın 52'inci ve 54'üncü maddelerine dayanılarak SPK tarafından çıkarılan III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği'nde düzenlenmiştir. Çalışmamızın bu bölümünde girişim sermayesi yatırım fonlarını, genel olarak, sadece Türk hukuku açısından, ilgili mevzuat hükümleri çerçevesinde inceleyeceğiz.

I. Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Tanımı ve Hukuki Niteliği

Girişim sermayesi yatırım fonlarının tanımına GSYF Tebliği'nde yer verilmiş olup buna göre GSYF; fon katılma paylarına karşılık olarak nitelikli yatırımcılardan toplanan para veya iştirak paylarıyla oluşturulan ve belirli varlık ve işlemleri içeren bir portföyü yönetmek amacıyla kurulmuş, tüzel kişiliği olmayan bir mal varlığı topluluğudur. İnançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilen GSYF'ler, portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri veya gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri¹⁵⁷ tarafından, belirli süreli olarak, bir içtüzük çerçevesinde ve SPK'dan izin alınarak kurulurlar. SerPK'da "yatırım fonu" tanımı, 52'nci maddede yapılmış olup, GSYF Tebliği'ndeki girişim sermayesi yatırım fonu tanımı ile paraleldir. Hem SerPK hükmünden hem de GSYF Tebliği'nden anlaşıldığı üzere GSYF'lerin hukuki niteliği mal varlığıdır. Tüzel kişiliği olmayan GSYF'nin mal varlığı unsurlarının maliki ise fon kurucusu olan portföy yönetim şirkettir¹⁵⁸. Fakat fon kurucusunun GSYF'nin mal varlığı üzerindeki mülkiyeti inancılı mülkiyettir.

¹⁵⁷ Çalışmamızda bundan sonra portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri topluca "portföy yönetim şirketi" olarak ifade edeceğiz.

¹⁵⁸ Tekin Memiş, Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 5. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2020, s.165.

İnançlı işlem, hukukumuzda SerPK ve alt düzenlemeleri dışında düzenlenmemiş olup, yargı kararları ve doktrin ile incelenmiştir. İnançlı işlem, inanan tarafın bir borca teminat teşkil etmek ya da yönetilmek üzere mal varlığını inanılana kazandıran ve tekrar devretme yükümlülüğünü içeren işlemlerdir. Bu tanımdan hareketle inançlı işlemlerde iki unsurun; tasarruf işlemi (hakkın devri) ve inanç sözleşmesinin (taahhüt işlemi) iç içe geçtiği görülmektedir. Yatırım fonları bakımından, katılma payı sahiplerinin para veya iştirak paylarını kurucuya devretmesiyle inançlı işlemin tasarruf unsuru yerine getirilmiş olur¹⁵⁹.

İnançlı işlemin ikinci unsuru olan inançlı sözleşmeler, inananın belirli bir süre veya amaç için, belirli bir hakkını inanılana devrettiği ve inanılanın da bu hakkı inananın talimatlarına uygun şekilde kullanarak veya yöneterek, belirlenen amaç gerçekleştiğinde veya süre dolduğunda geri devretmeyi taahhüt ettiği sözleşmeler olarak tanımlanabilir¹⁶⁰. İnançlı sözleşmenin tarafları, işlemin hukuki sonuçlarının doğmasını isterler ancak taraflardan biri, bu sözleşmenin kendine sağladığı hukuki durumu ancak belirli bir amaçla veya süreyle kullanacağını, bu tamamlandığında iade edeceğini diğer tarafa taahhüt eder¹⁶¹. Bu açıdan GSYF'ye ilişkin esasların belirlendiği içtüzüğün bir inançlı sözleşme (*pactum fiduciae*) yerine geçtiği¹⁶², fon kurucusunun inanılan, yatırımcının ise inanan olarak kabul edileceği söylenebilecektir¹⁶³. Fon kurucusu, GSYF'nin mal varlığını bu inanç sözleşmesine yani içtüzüğe uygun olarak idare ve muhafaza etme sorumluluğu altındadır.

SerPK'da genel olarak yatırım fonları, yatırım ortaklıklarıyla birlikte kolektif yatırım kuruluşu olarak sınıflandırılmıştır. Bu nedenle GSYF de bir kolektif yatırım kuruluşu niteliğindedir. Bireysel yatırımcıların büyük bir kısmının çok çeşitli

¹⁵⁹ Bekir Emre Haykır, **Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları Kurucunun Hukuki Sorumluluğu Düzenleme Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, İstanbul, 2005, s.4, (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/yayinlar/kurul-yeterlik-etutleri/kurul-yeterlik-etutleri>, 2 Kasım 2024; Hayreddin Fırat Mehmetoğlu, "Türk Hukukunda İnançlı İşlemler", **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi** 29, No: 2, 2023, s.1615.

¹⁶⁰ Eraslan Özkaya, **Açıklamalı – İctihatlı İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları**, 10. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2024, s.33; Burçak Yıldız Destanoğlu, **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, Ankara, Türkiye, Sözkesen Matbaacılık, 2004, s.124;

¹⁶¹ Mehmet Bahtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş**, 1. bsk., İstanbul, Beta Yayıncılık, 2019, s.13.

¹⁶² Memiş, Turan, **a.g.e.**, s.165.

¹⁶³ Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası**, 2c., 2.bs., C:I, İstanbul, Beta Yayıncılık, 1999, s.200.

sermaye piyasası araçlarının yer aldığı piyasalarda bir uzman yardımı almadan farklı yatırım araçlarından oluşan bir portföy oluşturması ve buna bağlı olarak getiri elde etmesi zordur¹⁶⁴. Kolektif yatırım kuruluşları ise bu ihtiyaca binaen ortaya çıkmış bir sermaye piyasası kurumudur. Kolektif yatırım kuruluşları, yatırımcılardan alınan varlıklar ile oluşturdukları portföyü, profesyonel şekilde yöneterek yatırım riskini en aza indirmek ve bireysel yatırımcıların kazanması güç olan yatırım tecrübelerini kullanarak mümkün olduğunca yüksek getiri sağlamayı amaçlamaktadır¹⁶⁵. Bu sayede bireysel yatırımcı, kolektif yatırım kuruluşları tarafından çıkarılan sermaye piyasası araçlarını satın alarak, yalnızca bir finansal enstrüman ile, profesyonel bir yönetim hizmeti alabilmektedir. Kolektif yatırım kuruluşlarından yatırım ortaklıkları, ortaklığa dayalı bir sermaye piyasası kurumu iken, yatırım fonları inançlı mülkiyete dayalıdır. Bir başka deyişle, yatırımın yapıldığı hukuki yapı ayrı ve bağımsız bir tüzel kişilik ise buna yatırım ortaklığı, tüzel kişiliği olmadan, portföy yönetim şirketinin kurucu olarak taraf olduğu bir ilişki çerçevesindeyse yatırım fonu ortaya çıkar. Her ne kadar bu iki yapının amacı ve hukuki fonksiyonu birbirine benzese de çalışma biçimleri ve yatırımcılara sunduğu hizmetler bakımından birbirlerinden ayrılmaktadır¹⁶⁶.

Yukarıda da ifade ettiğimiz üzere, SerPK'nın 52'nci maddesi uyarınca yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmamaktadır. Ancak, GSYF Tebliği uyarınca resmî sicillere tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri ve GSYF'nin ortağı olacağı limited ve anonim şirketlerin kuruluşu, sermaye artırımı veya pay devri işlemleri gibi her türlü ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak GSYF'nin tüzel kişiliği olduğu kabul edilmektedir¹⁶⁷. Türk hukukunda tüzel kişiler bakımından *numerus clausus* (sınırlı sayı) ilkesi geçerlidir¹⁶⁸. Yani kanun tarafından öngörülmedikçe, kişi

¹⁶⁴ Murat Balcı, Sinem Turan, **Açıklamalı, Gerekçeli, İçtihatlı Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi**, 2 c., C:I, Ankara, Adalet Yayınevi, 2020, s.1097; Memiş, Turan, **a.g.e.**, s.163.; Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, **Sermaye Piyasası Araçları I**, y.y., Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, 2015, s.61, (Çevrimiçi) <https://spl.com.tr/sinav-calisma-notlari/>, 5 Haziran 2024.

¹⁶⁵ Ethem Sancak, **Sermaye Piyasası Sözlüğü: Önemli 101 Kavram**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2014, s.51.

¹⁶⁶ Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, **Sermaye Piyasası Araçları I**, y.y., Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, 2015, s.59, (Çevrimiçi) <https://spl.com.tr/sinav-calisma-notlari/>, 5 Haziran 2024.

¹⁶⁷ GSYF Tebliği, m.4/5.

¹⁶⁸ Mustafa Dural, Tufan Ögüz, **Kişiler Hukuku**, 18. bs., İstanbul, Filiz Kitabevi, 2017, s.212.

veya mal topluluklarının tüzel kişilik edinmeleri mümkün değildir. Buna karşın GYSF'ler açısından bir tebliğ düzenlemesi ile kanun hükmüyle uyuşmayan bir şekilde bir yatırım fonuna tüzel kişilik addedildiği görülmektedir. Hukuk sistemimize hakim olan normlar hiyerarşisine göre, bir alt norm üst norma aykırı olmamak, üst normun kendisine tanıdığı sınırların içerisinde kalmak zorundadır¹⁶⁹. Zira alt normlar geçerliliklerini üst normdan almakta olup, SerPK'ya göre bir alt norm niteliğinde olan GSYF Tebliği de geçerliliğini SerPK'nın 52'nci ve 54'üncü maddelerinden almaktadır. Her SerPK'nın 54'üncü maddesinde SPK'nın yatırım fonlarıyla ilgili çeşitli usul ve esasları belirleme yetkisi olduğu belirtilmişse de ilgili kanun hükmünün bir yatırım fonuna tüzel kişilik addetmek için gerekli yetkiyi SPK'ya verdiğini değerlendirmek mümkün olmayacaktır kanaatindeyiz. Bu kapsamda, hukukumuzda sınırlı olarak sayılan tüzel kişiliklerden birini ihtiva etmeyen bir yatırım fonuna, bir tebliğ hükmü ile tüzel kişilik addedilmesinin isabetli bir düzenleme olmadığını değerlendirmekteyiz.

SerPK'da genel olarak yatırım fonlarını düzenleyen 52'nci maddenin dördüncü fıkrasında katılma payı sahipleri ile portföy yönetim şirketi arasındaki ilişkiye, SerPK'da, ilgili mevzuatta ve fon içtüzüğünde hüküm bulunmayan durumlarda TBK'nın vekalet sözleşmesine ilişkin hükümlerinin kıyasen uygulanacağı belirtilmiştir. Bir yatırım fonu çeşidi olan GSYF'ler açısından da katılma payı sahipleri ile portföy yönetim şirketi arasındaki ilişkiye mevzuatta, içtüzükte, ihraç belgesinde veya yatırımcı sözleşmesinde düzenleme bulunmayan hallerde vekalet sözleşmesi hükümleri uygulanabilecektir¹⁷⁰.

¹⁶⁹ Emir Kaya, Alperen Dağlı, "Uygulama Boyutuyla Normlar Hiyerarşisi", **Ankara Sosyal Bilimler Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** 5, No: 2, 2023, s.591, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/asbuhfd/issue/80093/1270364>, 2 Kasım 2024; Erdal Kuluçoğlu, "Türk Hukuk Sisteminde Normlar Hiyerarşisi ve Sayıştay Denetimine Etkileri", **Sayıştay Dergisi** 71, s.12, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sayistay/issue/61527/918961>, 2 Kasım 2024.

¹⁷⁰ GSYF Tebliği, m.7/3.

II. Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Kuruluşu

A. Fon Kuruluş Süreci ve Kuruluş Belgeleri

1. Fon Kuruluş Süreci

GYSF kurabilmek için, kurucu portföy yönetim şirketi taslak içtüzük belgesi, başvuru dilekçesi ve başvuru formuyla birlikte SPK'ya başvurur. SPK'dan kuruluş izni alınabilmesi için, kurucu portföy yönetim şirketinin, portföye saklama hizmeti verecek olan kuruluş ile bir saklama sözleşmesi imzalamış olması ve içtüzüğün SPK tarafından onaylanması şarttır.

Çalışmamızın devamında detaylı olarak açıklayacağımız belgelerle, herhangi bir eksik olmadan SPK'ya yapılan başvuru, iki ay içinde değerlendirilerek karara bağlanır. SPK'nın içtüzüğü onaylaması halinde, onaylama kararının kurucu portföy yönetim şirketine tebliğ edildiği tarihi izleyen altı iş günü içinde ticaret siciline tescil ettirilir ve TTSG'de ilan edilir. Başvurunun reddedilmesi halinde ise gerekçesi SPK tarafından başvuru sahibine bildirilir.

GSYF'ler, şemsiye fon olarak kurulamazlar. Şemsiye fon, tek bir içtüzük kapsamında katılma payları ihraç edilen tüm fonları kapsayan yatırım fonlarını ifade etmektedir. Yani GSYF faaliyetleri kapsamında GSYF'ye bağlı alt fonlar kurulamayacaktır¹⁷¹.

2. Fon Kuruluş Belgeleri

GSYF'nin kurulabilmesi için fon kuruluş başvurularının eksiksiz olarak SPK'ya sunulması gerekmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde fon kuruluş başvurusunda SPK'ya sunulması gereken belgeleri genel olarak inceleyecek ve özel olarak fon içtüzüğünün hukuki niteliğine ve kapsamına değineceğiz.

a. Genel Olarak Fon Kuruluş Belgeleri

GSYF'nin kuruluşu için kurucu tarafından SPK'ya sunulması gereken belgeler genel olarak; taslak içtüzük belgesi, başvuru dilekçesi ve başvuru formudur.

¹⁷¹ Akdağ, a.g.e., s.17.

Başvuru dilekçesi, kurucu portföy yönetim şirketinin antetli kağıdına yazılan, GYSF'nin kurulması için SPK'nın izninin talep edildiği bir dilekçe olup, bir örneğine SPK'nın internet sitesinde yer verilmiştir¹⁷². Başvuru formunda¹⁷³ ise GSYF'yi kuran portföy yönetim şirketini tanıtıcı bilgilere, GSYF kurucu portföy yönetim şirketi dışında başka bir portföy yönetim şirketi tarafından yönetilecekse bu yöneticiye dair bilgilere, portföy saklama hizmetini yürütecek kuruluşla ilgili bilgilere yer verilir. Başvuru formunun ekinde; fon içtüzüğü, portföy saklama sözleşmesi ve ekleri, kurucunun ve yöneticinin organizasyon yapısında yer alan kimselerin GSYF Tebliği'nin 11'inci maddesinde sayılan şartları taşıdığını gösteren bilgi ve belgeler, kurucunun ve eğer farklı bir portföy yöneticisi varsa bu portföy yöneticisinin PYŞ Tebliği'nde yer alan şartları sağladığını gösteren belgeler, girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin risk yönetimi esaslarını içerecek şekilde oluşturulan risk yönetim sistemi hakkında bilgiler, GSYF'nin iç kontrol sistemi hakkında bilgiler, portföy saklayıcısının ve aracılık hizmeti veren yatırım kuruluşlarının yöneticileri ile kurucunun yöneticilerini içeren kişi listesi yer alır.

b. Fon İçtüzüğü

GSYF Tebliği'nin 6'ncı maddesinin ikinci fıkrasında yapılan tanıma göre içtüzük; katılma payını satın alan yatırımcılar, fon kurucusu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasında, fonun işletilmesini, saklanması, vekalet sözleşmesi hükümlerine göre yönetilmesini konu alan ve genel işlem koşulları içeren iltihaki bir sözleşmedir¹⁷⁴. Bu tanım öğretilde çeşitli açılardan eleştirilmiştir.

Değineceğimiz ilk eleştiri, tanım yapılırken kullanılan “iltihaki sözleşme” ifadesidir. İltihaki sözleşme, sözleşmenin hükümlerinin önceden bir tarafça belirlendiği sözleşmeleri ifade etmektedir¹⁷⁵. Bu ifade hukukumuzda genellikle

¹⁷² Örnek dilekçe için bkz.: (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/basvuru-surecleri/kurulus>, 3 Haziran 2024.

¹⁷³ Örnek form için bkz.: (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/basvuru-surecleri/kurulus>, 3 Haziran 2024.

¹⁷⁴ GSYF Tebliği, m.6/2.

¹⁷⁵ Kemal Oğuzman, Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 6098 sayılı Yeni Türk Borçlar Kanunu'na Göre Güncellenip, Genişletilmiş 10. Bası**, 2 c., C:I, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2012, s.26.

“standart sözleşme” deyimini yerine kullanılmaktadır¹⁷⁶. Öğretideki bir görüşe¹⁷⁷ göre bu kullanım isabetsizdir ve GSYF tanımında “standart sözleşme” yerine “iltihaki sözleşme” ifadesinin kullanımı hatalıdır. Bu görüşe göre iltihaki sözleşmeler kamu hizmetini ifa eden ve hukuken veya fiilen tekel durumunda bulunan kuruluşlar tarafından oluşturulan sözleşmelerken, standart sözleşmeler kamu hizmeti görmeyen özel kişi ve kurumlar tarafından da hazırlanabilmektedir. Yani standart sözleşme kavramı, iltihaki sözleşmeleri de kapsamaktadır ve yatırım fonlarının içtüzükleri için “iltihaki sözleşme” ifadesi kullanılamaz. Bizim de katıldığımız diğer görüşe¹⁷⁸ göre ise iltihaki sözleşmelerin yalnızca kamu hizmeti sağlayan kurumlar tarafından hazırlanabileceğine dair herhangi bir sınırlama bulunmamakta olup, standart sözleşmeler yerine iltihaki sözleşmeler kullanımı isabetsiz değildir.

GSYF Tebliği’nde yer alan tanıma getirilen bir diğer eleştiri ise içtüzüğün aslında sözleşme niteliği taşımadığı ve bu nedenle iltihaki sözleşme şeklinde yapılan tanımın doğru olmadığı yönündedir¹⁷⁹. Bu görüşe göre içtüzüğün sözleşme niteliğini haiz olabilmesi için en az iki taraflı olması ve bu tarafların birbirleriyle uyumlu irade beyanlarının bulunması gerekmektedir. Buna karşın içtüzük, daha sonra akdedilecek yatırımcı sözleşmesine temel teşkil etmek üzere fon kurucu tarafından hazırlanan genel işlem koşullarından ibarettir ve her ne kadar yatırımcı sözleşmesiyle bu koşullar taraflarca kabul edilmiş sayılsa da bu tek başına içtüzüğe sözleşme niteliğini addetmek için yeterli değildir. Bu görüşe göre içtüzük, fon kurucusu tarafından, henüz katılma payları dahi ihraç edilmeden önce hazırlanmış olması ve katılma payı sahiplerinin değiştirme imkanının bulunmaması nedeniyle genel işlem koşulu niteliğini haizdir¹⁸⁰. Fakat öğretideki bu görüşün ortaya çıktığı tarihte EBK yürürlükte olup, EBK’da genel işlem koşullarına ilişkin açık bir düzenleme

¹⁷⁶ Cemal Oğuz, “Standart Sözleşmelerin BK. 21 İle 9912 ve 100/3 Hükümlerine Göre Hakım Tarafından Kontrolü”, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, 1998, s.27, (Çevrimiçi) <https://tbbdergisi.barobirlik.org.tr/m1998-19981-894>, 13 Haziran 2024; Zeynep Özcan, Mustafa Tiftik, “Türk Borçlar Kanunu’na Göre Standart Sözleşmelerde İçerik Denetimi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C:XXXI, No:1, Mart 2015, s.28, (Çevrimiçi) <https://www.lexpera.com.tr/literatur/batider-makaleler/turk-borclar-kanunu-na-gore-standart-sozlesmelerde-icerik-denetimi-i-standart-sozlesme-ve-genel/1>, 13 Haziran 2024.

¹⁷⁷ Özcan, Tiftik, **a.g.e.**, s.28-29.

¹⁷⁸ Necip Kocayusufpaşaoğlu, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, 2 c., 6. bs., C:I, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2014, s.230.

¹⁷⁹ Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s.130-135.

¹⁸⁰ **A.e.**, s.138.

bulunmamaktadır. İşbu çalışmamızın tarihinde yürürlükte olan TBK’da ise genel işlem koşulları, bir sözleşme hazırlanırken, düzenleyen tarafın ileride birçok benzer sözleşmede kullanmak üzere önceden tek başına hazırladığı ve karşı tarafa sunduğu sözleşme maddeleri şeklinde tanımlanmıştır. 20’nci maddenin devamında ayrıca bu maddelerin asıl sözleşme metninde veya sözleşmenin ekinde yer almasının bir öneminin olmadığı belirtilmiştir. Kanun koyucunun genel işlem koşullarını açıkça “sözleşme maddesi” olarak kabul etmesi, içtüzük tanımına getirilen bu eleştirinin ortaya koyduğu tartışmaların önemini ortadan kaldırmaktadır. Kanaatimizce mevcut durumda içtüzük tanımında kullanılan “iltihaki sözleşme” ifadesi, hem ifadenin anlamı hem de içtüzüğün hukuki niteliği bakımından hatalı değildir.

İçtüzük, GSYF’nin hukuki temelini oluşturmaktadır. Bu anlamda öğretide ticaret şirketlerinin esas sözleşmesine benzetilmekte¹⁸¹ ve adeta yatırım fonunun anayasası niteliğinde olduğu ifade edilmektedir¹⁸². Fon içtüzüğünün temel işlevi, katılma payı sahiplerine, fon mal varlığının hangi esaslar çerçevesinde tasarruf edilebileceğine dair bilgi ve teminat vermektedir. Bu bağlamda içtüzüğün esas amacı yatırımcıları korumaktır¹⁸³.

Fon içtüzüğünde yer alan bilgilerin açık, anlaşılır, tutarlı ve SPK tarafından belirlenen standarda¹⁸⁴ uygun olması zorunludur. SPK tarafından belirlenen standarda göre fon içtüzüğünde asgari olarak; fonun unvanına, süresine, kurucunun, farklı bir portföy yöneticisi varsa portföy yöneticisinin ve portföy saklayıcısının unvanlarına ve adreslerine, yatırım yapılacak varlıklar ve portföy yönetim ilkelerine, 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 esaslara, fonun tasfiye şekline, performans ücretinin fondan veya katılma payı sahiplerinden tahsiline ve kar dağıtımına ilişkin genel bilgilere, varsa nitelikli katılma

¹⁸¹ Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 5. bsk., Ankara, Adalet Yayınevi, 2023, s.187.

¹⁸² Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s.127.

¹⁸³ **A.e.**, s.127.

¹⁸⁴ İçtüzük standardı için bkz.: (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/basvuru-surecleri/kurulus>, 13 Haziran 2024.

paylarına ilişkin esaslara ve SPK tarafından belirlenebilecek diğer unsurlara yer verilir.

Fon içtüzüğünün değiştirilmek istenmesi halinde, yapılan değişiklikler de içtüzüğün SPK tarafından onaylanmasına ve TTSG’de ilan edilmesine ilişkin usule tabiidir. Yapılan içtüzük değişikliği kapsamında fonun yatırım stratejisinde değişikliğe gidilecekse, fon portföyünden karşılanan giderlere yeni gider kalemleri eklenecekse, fonun toplam gider oranı veya yönetim ücreti oranı yükseltilecekse veya bunların hesaplama yöntemi katılma sahiplerinin aleyhine olacak şekilde değiştirilecekse, fonun portföy yöneticisi değiştirilecekse, fonun süresi uzatılacaksa, katılma paylarının fona iade şartları veya yatırımcılar arasındaki devir şartları değiştirilecekse, bu değişiklikler yürürlüğe gireceği tarihten en az otuz gün önce katılma payı sahiplerine bildirilmek zorundadır¹⁸⁵. Bu süre içerisinde yatırımcılardan katılma paylarını fona iade etmek isteyenler olursa, değişikliklerin yürürlüğe giriş tarihi katılma paylarının fona iade edilebileceği ilk tarihe kadar ertelenir¹⁸⁶.

İçtüzükle belirlenen fonun unvanının başka bir yatırım fonunun unvanına aşırı benzemesi, fonla ilgili olmayan bir kişiyi veya kurumu çağrıştırmaması, diğer fonlardan üstün olduğunu ima eden subjektif ifadelerin yer alması, kurucunun veya yöneticinin tevsik edilemeyen niteliklerini içermesi veya herhangi bir yolla yatırımcının yanıltılmasına yol açacak nitelikte olması mümkün değildir¹⁸⁷. Fonun faaliyetlerinin ve yatırımlarının, katılım finans ilkelerine uygun şekilde yerine getirileceği bilgisine içtüzükte ve ihraç belgesinde yer verilmesi halinde, fonun unvanında “katılım” ibaresine de yer verilebilir.

¹⁸⁵ Fon katılma paylarının %65’inden fazlasını temsil eden katılma payı sahiplerinin yazılı onayı alınır ve bu onayı tevsik eden belgeler SPK’ya iletilirse, otuz günlük bekleme süresi ve değişikliklerin yürürlüğe girme tarihinin ertelenmesine ilişkin hükümler uygulanmaz. İçtüzük, ihraç belgesi veya yatırımcı bilgi formunda daha ağır bir nisap belirlenmişse, ilgili onayın sağlanması için belirlenen ağır nisap uygulanır. (GSYF Tebliği m.14/6)

¹⁸⁶ GSYF Tebliği m.14/1.

¹⁸⁷ Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, **Sermaye Piyasası Araçları I**, y.y., Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, 2015, s.67, (Çevrimiçi) <https://spl.com.tr/sinav-calisma-notlari/>, 5 Haziran 2024.

B. Fon Kurucusu

GSYF'ler, PYS tebliğine uygun olarak SPK'dan faaliyet izni almış olan portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri veya gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilirler. Çalışmamızın bu kısmında, GSYF'leri kurma yetkisini haiz olan portföy yönetim şirketleri ile bunların kurucu olarak yetki ve sorumluluklarını inceleyeceğiz.

1. Portföy Yönetim Şirketi

Portföy yönetim şirketleri, kuruluşu ve faaliyete geçmesi için SPK'dan izin alınması zorunlu olan ve ana faaliyet konusu yatırım fonlarını kurmak ve yönetmek olan anonim ortaklık şeklindeki özel amaçlı şirketlerdir.

Portföy yönetim şirketinin kurulabilmesi için SPK'dan kuruluş izni alınması gerekmektedir. Kuruluş başvurusunun SPK tarafından değerlendirilmesi için şirketin, şirketin kurucu ortaklarının ve önemli etkiye sahip ortaklarının PYS Tebliği'nin 5'inci maddesinde sayılı şartları sağlaması zorunludur. Söz konusu şartları sağlayan başvurular, gerekli belgelerin SPK'ya eksiksiz olarak sunulduğu tarihten itibaren altı ay içinde SPK tarafından karara bağlanır. Belirlenen bu süre SPK'nın iç çalışma düzenine ilişkin olup, sürenin belirlenme amacı karar sürecinin hızlandırılmasıdır. Sürenin aşılması halinde başvuru şirket açısından bir hak kaybı meydana gelmeyecektir¹⁸⁸. Başvurunun olumlu sonuçlanması halinde portföy yönetim şirketi kuruluş işlemlerini tamamlamak için Gümrük ve Ticaret Bakanlığına başvurur.

Kuruluşunun ardından portföy yönetim şirketinin faaliyetlerine başlayabilmesi için, kuruluş izninin portföy yönetim şirketine tebliğ edildiği tarihten itibaren üç ay içinde gerekli faaliyet izni ve yetki belgesini almak için SPK'ya başvurması gereklidir. Bu başvurunun yapılmaması halinde şirketin kuruluş izni de iptal edilir. Anılan üç aylık süre ancak bir defaya mahsus olmak üzere, makul bir sebebin bulunması halinde SPK tarafından üç ay daha uzatılabilir. Faaliyet izni başvurusunun SPK tarafından değerlendirilebilmesi için PYS Tebliği'nin 8'inci maddesinde sayılı şartların sağlanması gerekmektedir. Şirketin faaliyet izni

¹⁸⁸ Balcı, Turan, **a.g.e.**, s.1213.

almasından sonra, faaliyet izni başvurusunda bulunabilmek için sağlaması gereken şartlardan herhangi birini kaybetmesi halinde, üç iş günü içerisinde SPK'ya bildirimde bulunulması zorunludur.

Portföy yönetim şirketinin ana faaliyet konuları arasında yatırım fonlarının kurulması ve yönetimine ilave olarak yatırım ortaklıklarının, 4632 sayılı Bireysel Emeklilik Tasarruf ve Yatırım Sistemi Kanunu uyarınca kurulan emeklilik yatırım fonlarının¹⁸⁹ ve bunlara muadil olabilecek yurt dışında kurulmuş kolektif yatırım kuruluşlarının portföyünün yönetimi de yer almaktadır. Portföy yönetim şirketleri ayrıca faaliyet konuları sınırlı şekilde de kurulabilirler. Bu sınırlı faaliyet konuları PYŞ Tebliği'nin 9'uncu maddesinde, münhasıran girişim sermayesi yatırım fonu kurmak ve yönetmek, münhasıran gayrimenkul yatırım fonu kurmak ve yönetmek, gayrimenkul ve girişim sermayesi yatırım fonu kurmak ve yönetmek, münhasıran payları yurt dışında yerleşik kişilere pazarlanacak yabancı kolektif yatırım kuruluşu kurmak ve yönetmek ile yurt dışında yerleşik kişilere portföy yönetim hizmeti vermek şeklinde sayılmıştır. Bu noktada değinmek isteriz ki çalışmamızın konusunu oluşturan GSYF'ler açısından, GSYF kurma yetkisi faaliyet konusu sınırlı olan portföy yönetim şirketlerinden yalnızca girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketlerinde bulunmaktadır. Faaliyet konuları sınırlı olan portföy yönetim şirketlerinin sermaye ve organizasyon yapılarıyla ilgili birtakım istisnalar öngörülmüş¹⁹⁰ olup, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ile gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri açısından bu istisnalara çalışmamızın devamında ayrıca değinilecektir.

Ana faaliyet konularının yanı sıra portföy yönetim şirketleri, SPK'dan yetki belgesi almak şartıyla yatırım danışmanlığı faaliyeti ile portföy yöneticiliği faaliyeti sunabilecektir. Bununla birlikte SPK'dan izin alması ve PYŞ Tebliği'nde sayılı şartları sağlaması halinde yatırım fonu katılma paylarını pazarlama ve dağıtım faaliyeti de gerçekleştirebilir. İlave olarak portföy yönetim şirketleri yetki belgesi

¹⁸⁹ PYŞ Tebliği'nde portföy yönetim şirketlerinin faaliyet konuları arasında emeklilik yatırım fonlarının da sayılmasının gereksiz bir tekrar hükmü olduğu yönündeki eleştiri için bkz.: Mehmet Arif Tuğ, **Sermaye Piyasalarında Yatırım Danışmanlığı**, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s.94, (Çevrimiçi) <https://www.lexpera.com.tr/literatur/kitaplar/b-portfoy-yonetim-sirketleri-978-605-7542-70-0>, 20 Haziran 2024.

¹⁹⁰ Balci, Turan, **a.g.e.**, s.1213.

almasına gerek olmaksızın, yalnızca SPK'ya bildirimde bulunmak şartıyla SerPK'da düzenlenen birtakım yan hizmetleri de sunabilir. Bu kapsamda portföy yönetim şirketleri sermaye piyasası araçlarına ilişkin işlemlerle ilgili yatırım araştırması ve finansal analiz yapılabilir, genel tavsiyede bulunabilir, PYŞ Tebliği'nde belirlenen özsermaye yeterliliklerine sahip olması şartıyla sermaye piyasaları ile ilgili danışmanlık hizmetleri sunabilir ve servet yönetimi ve finansal planlama yapabilir. Faaliyet izni başvurusu yaptığı esnada portföy yönetim şirketi, sunmayı planladığı yan hizmetleri de SPK'ya bildirmekle yükümlüdür. Faaliyet izninin alınmasında sonra yeni bir yan hizmet sunulmak istendiği takdirde, bunun için de ayrıca SPK'ya bildirimde bulunulması gerekir.

Portföy yönetim şirketlerinin ticaret unvanlarında “portföy yönetimi” ibaresine yer verilmesi zorunludur. Faaliyet konusu münhasıran girişim sermayesi yatırım fonu kurmak ve yönetmek olan portföy yönetim şirketlerinin unvanında “girişim sermayesi portföy yönetim şirketi”, faaliyet konusu münhasıran gayrimenkul yatırım fonu kurmak ve yönetmek olan portföy yönetim şirketlerinin unvanında “gayrimenkul portföy yönetim şirketi” ibaresinin yer alması gerekmektedir.

Portföy yönetim şirketinin faaliyet izni alabilmesi için yerine getirmesi gereken şartlardan biri portföy saklama hizmeti alınması konusunda portföy saklayıcısı ile sözleşme imzalamış olmasıdır. GSYF Tebliği'nin 9'uncu maddesi uyarınca GSYF portföyündeki varlıkların da portföy saklayıcısı nezdinde, Portföy Saklama Tebliği'ne uygun olarak saklanması zorunludur. Portföy saklayıcısının SerPK ve Portföy Saklama Tebliği hükümlerine aykırı davranması halinde portföy yönetim şirketi, bu ihlal nedeniyle doğacak zararların tazmin edilmesini portföy saklayıcısından talep etmekle yükümlüdür.

Portföy yönetim şirketinin faaliyet izni alabilmesi için yerine getirmesi gereken şartlardan bir diğeri ise eğer varsa öngörülen teminatları SPK adına Takasbank nezdinde bloke etmiş olmasıdır. SPK, mali açıdan gerekli görmesi halinde portföy yönetim şirketinden belirli bir tutar veya orandaki teminatı SPK adına Takasbank nezdinde bloke etmesini talep edebilmektedir. Söz konusu

teminatlar, amacı dışında kullanılmayacak, üçüncü kişilere devredilemeyecek, kamu alacakları için olsa bile haczedilemeyecek, rehnedilemeyecek, iflas masasına dahil edilemeyecek ve üzerine ihtiyati tedbir konulamayacaktır.

PYŞ Tebliği ile düzenlenen saklamaya ve teminatlara ilişkin yukarıda açıklanan esaslar yatırımcıların haklarının korunmasını amaçlamakta olup portföy yönetim şirketlerine duyulan güveni artırdığı için portföy yönetim şirketleri açısından da faydalı olarak değerlendirilmektedir¹⁹¹.

Portföy yönetim şirketi, PYŞ Tebliği kapsamındaki faaliyetlerini yürütürken, yatırım ortaklıklarının ortaklarının ve yatırım fonlarının katılma payı sahiplerinin çıkarlarını gözetmekle yükümlüdür. Bu doğrultuda portföy yönetim şirketlerinin yapabilecekleri ve yapamayacakları işlemler PYŞ Tebliği'nin 33'üncü maddesinde sayılmış olup bunları çalışmamızın devamında detaylı olarak açıklayacağız. Portföy yönetim şirketinin, portföy yöneticilerinin ve şirketin müfettişlerinin faaliyetlerinde bağımsız olma yükümlülüğü vardır. Bu yükümlülük kapsamında şirketin yöneticileri ve personeli olası çıkar çatışmalarından uzak kalmalı, dürüstlük ve tarafsızlıklarını etkileyebilecek her türlü iş, işlem ve müdahaleden kaçınmalıdır. Bu yükümlülüklerin tamamı PYŞ Tebliği'nin 22'inci maddesinde düzenlenen "bağımsızlık ilkesi" ile ilgilidir. Bağımsızlık ilkesi ile alakalı olarak ayrıca SerPK'nın 56'ncı maddesinin yedinci fıkrasında *"Portföy saklama hizmetini yürüten kuruluş ve fon portföyüne varlık alım satımına aracılık hizmeti veren yatırım kuruluşunun yöneticileri ile bu kuruluşları temsil ve ilzama yetkili kişiler, portföy yönetim şirketinde ortak, yönetici ya da temsilci olamazlar. Portföy yönetim şirketinin ortakları, yöneticileri ile bu şirketleri temsil ve ilzama yetkili kişiler de saklama hizmetini yürüten kuruluşta yönetici ya da temsilci olamazlar."* düzenlemesi yer almaktadır. Kanun gerekçesinde bu fıkra ile ilgili olarak portföy yönetim şirketi ile portföy saklama hizmetini yürüten kuruluşun birbirinden bağımsız faaliyet göstermesine yönelik olarak bu düzenlemenin getirildiği belirtilmiştir. Kanun maddesine paralel düzenlemeler Portföy Saklama Tebliği'nin 13'üncü maddesinde ve PYŞ Tebliği'nin 8'inci maddesinde yer almaktadır. Portföy yönetim şirketlerinin bağımsızlık ilkesinden

¹⁹¹ Vural Günel, Yalçın Özge Okat, **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021, s.326.

doğan yükümlülüğü esasen TBK'nın 506'ncı maddesinde düzenlenen sadakat yükümlülüğünden ileri gelmektedir¹⁹². Zira çalışmamızın önceki kısımlarında değindiğimiz şekilde portföy yönetim şirketleri ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkiye TBK'nın vekalet sözleşmesine ilişkin hükümleri de uygulanabilmektedir. TBK'daki vekilin sadakat ve özen gösterme borcunun, portföy yönetim şirketlerinde görünüş biçimlerinden biri bağımsızlık ilkesi, bir diğeri ise PYS Tebliği'nin 21'inci maddesinde düzenlenen mesleki özen ve titizlik ilkesidir. Bu ilke uyarınca portföy yönetim şirketinin yöneticileri ve personeli, çalışmalarını gerçekleştirirken gerekli, dikkatli ve basiretli bir kişinin aynı şartlar altında ayrıntılara göstereceği dikkati, gayreti ve göstereceği önemi göstermekte yükümlüdür.

Portföy yönetim şirketleriyle ilgili mevzuatta yer alan düzenlemeler incelendiğinde, genel itibariyle şirketlerin faaliyetlerini, müşterisi olan yatırımcıların menfaatlerini koruyacak şekilde gerçekleştirmelerinin temin edilmesinin amaçlandığı görülmektedir.

2. Kurucunun Yetki ve Sorumlulukları

Bir inanç sözleşmesine dayanılarak kurulan GSYF'lerde, inanılan konumundaki kurucu için kapsamlı yetki ve sorumluluklar öngörülmüştür. SerPK'nın 52'inci maddesi uyarınca kurucu, fona dahil olan varlıklar üzerinde kendisi adına ve fon hesabına mevzuat ve fon içtüzüğüne uygun olmak şartıyla tasarrufta bulunma ve bu varlıklardan doğan hakları kullanmaya yetkilidir. Genel olarak yatırım fonlarının ve çalışmamızın özelinde GSYF'lerin inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetiliyor olması nedeniyle, inanan sıfatını haiz katılma payı sahiplerinin haklarının ve menfaatlerinin titizlikle korunması büyük önem arz etmektedir. Bu bakımdan kanun koyucu, yine SerPK'nın 53'inci maddesiyle, kurucu portföy yönetim şirketinin inanılan sıfatına istinaden sahip olduğu geniş yetkilerine paralel olarak, kurucuya yatırım fonunu katılma payı sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde fonu temsil etme, yönetme ve yönetimi denetlenme sorumluluğu

¹⁹² Burçak Yıldız, **Sermaye Piyasası Hukukunda -Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında- Yatırım Tavsiyeleri**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2015, s.216, (Çevrimiçi) <https://www.lexpera.com.tr/literatur/kitaplar/a-bagimsizlik-yukumlulugu-978-975-537-234-1>, 20 Haziran 2024.

getirilmiştir¹⁹³. Kanun maddesinden yola çıkarak fon kurucusunun yetki ve sorumluluklarını üç başlıkta incelemek mümkündür.

a. Fon Portföyünün Yönetimi

Kurucu açısından, inançlı mülkiyet esasına göre maliki olduğu fon portföyünün yönetimi, hem fon mal varlığı üzerindeki tasarruf yetkisini hem de tabi olduğu mevzuat açısından sorumluluğunu ihtiva etmektedir. Zira kurucusu olduğu fonun portföyünü yönetmek, kurucunun bir portföy yönetim şirketi olmasından ileri gelen ana faaliyet konusunu oluşturmakta olup, doğal olarak yetkisi kapsamındadır. Ancak bu yetki, beraberinde yatırımcıların menfaatlerini koruma amacı çevresinde şekillenen birtakım sorumlulukları da beraberinde getirmektedir.

“Portföy” tanımına, PYŞ Tebliği’nde *“Para ve sermaye piyasası araçları, kıymetli madenler ile Kurulca uygun görülen varlık ve işlemlerin tümü”* şeklinde yer verilmiştir. Portföy oluşturmanın temelinde, yatırım yapılan araçları çeşitlendirmek suretiyle riski en aza indirme ve getiriye artırma amacı yatar. Zira bir yatırım aracına yapılan yatırım, ilgili yatırım aracının değer kaybetmesi halinde yüksek risk unsuru barındıracağı anlamına gelebilir. Ancak birden fazla yatırım aracına yatırım yapıldığı takdirde, yatırım araçlarından biri değer kaybetse bile diğerinin değer kazanması veya değerinin değişmemesi, riskin azalmasını sağlayabilecektir. İşte bu riskin dengeli bir şekilde ayarlanması ve yatırımların buna göre şekillenmesi portföy yönetimini gerektirmektedir. “Portföy yönetimi” ifadesi mevzuatta tanımlanmamıştır. Ancak öğretide yer alan tanımlara göre portföy yönetimi, finansal varlıkların -risk ve getirileri de göz önünde bulundurularak- seçilip, portföyün oluşturulması, portföydeki varlıkların oranının ihtiyaca göre gerek yeni varlık alarak gerekse portföydeki varlıkları satarak güncellenmesi yoluyla portföyden en yüksek getirinin elde edilmesinin amaçlanmasına dayanan bir finansal varlık yönetim şeklidir¹⁹⁴. Kurucu portföy yönetim şirketi, fonu oluşturan portföyü, yatırımcıların lehine ve yatırımcıların çıkarlarını gözeterek şekilde, PYŞ Tebliği’nde yer alan esaslara uygun olarak yönetmekle yükümlüdür. Kurucu portföyü yönetirken, SerPK,

¹⁹³ Tanör, **a.g.e.**, s.200.

¹⁹⁴ Sancak, **a.g.e.**, s.70-71; Korhan Armağan, “Bireysel Portföy Yönetim Sözleşmesi Kapsamında Portföy Yöneticisinin Hukuki Sorumluluğu”, **Ankara Barosu Dergisi** 80, No:2, Nisan 2022, s. 256.; Gündoğdu, **a.g.e.**, s.36.

GSYF Tebliği, fon içtüzüğü ve ihraç belgesinde belirlenmiş olan yönetim ilkelerine uymak zorundadır. Kurucu ayrıca mevzuatla belirlenmiş olan portföy yönetimi ilkeleriyle de bağlıdır. Bu ilkeler kapsamında kurucu;

- Fon portföyü için yapılan bir alım satım işlemi nedeniyle herhangi bir Yatırım kuruluşundan veya ihraççıdan kendisi lehine komisyon, iskonto veya benzeri bir menfaat sağlıyorsa bunu öğrendiği tarih itibarıyla en uygun haberleşme aracıyla yatırımcılara bildirmekle yükümlüdür.
- Fon adına yaptığı -girişim sermayesi yatırımları hariç olmak üzere- yatırımlar tahtında portföye rayiç değerinin üzerinde varlık satın alamaz ve fon portföyünden bu değer altında olacak şekilde varlık satamaz. Rayiç değer hesaplaması, borsada işlem gören varlıklar açısından borsa fiyatı üzerinden, borsada işlem görmeyen varlıklar açısından ise portföye alında en düşük, portföyden satışta en yüksek fiyat üzerinden yapılır.
- Fon portföyünde bulunan varlıklar üzerinde üçüncü kişilerin veya kendisinin lehine tasarrufla bulunamaz. Bu varlıkları, müşterinin yazılı bir talimatı olmadığı sürece, portföy yönetim amacı dışında üçüncü kişilere devir ve teslim edemez.
- Müşteri hesabına emir vereceği zaman gerekli özeni ve basireti göstermekle yükümlüdür. Hiçbir şekilde kendi lehine çıkar sağlamak amacıyla varlık alamaz ve satamaz.
- Fon portföyüyle çıkar çatışmasına sebebiyet vermemek ve basiretli bir vekil gibi hareket etmek şartıyla, kendisine ait nakdi, portföye konu olan araç ve işlemlerde değerlendirebilir.
- Yönettiği portföylerin birinin veya daha fazlasının lehine ve diğerlerinin aleyhine sonuç verecek işlemleri, objektif iyiniyet kuralına aykırı olacak şekilde gerçekleştiremez.
- Yatırım kararlarını, güvenilir gerekçelere, bilgi, belge ve analizlere dayanarak almak zorundadır. İlgili bilgi, belge, araştırma ve raporları en az beş yıl süreyle saklamakla yükümlüdür.

- Kendi menfaatleriyle fon portföyünün menfaatinin çatıştığı durumlarda, fon portföyü lehine hareket etmek zorundadır.
- Fon portföyünü, fon içtüzüğünde belirtilen yatırım stratejisine uygun olarak oluşturmakla ve yönetmekle sorumludur.
- Kendi menfaatine olacak şekilde gerekli olmayan alım-satım işlemleri yapamaz veya üçüncü kişilerin yapmasına yardımcı olamaz.
- Müşteri portföyleriyle ilgili olarak portföy yöneticiliği dışında kalan bir faaliyeti çağrıştıracak ifadeler veya isim kullanamaz, tasarruf sahiplerini oluşturulmuş bir portföye iştirak ettiremez ve bu yönde ifadeler içeren reklam ve ilanlar yapamaz.
- Yanında çalışan kişilerin, olağan müşteri-şirket ilişkisi dışında, şirketin imkanlarından faydalanarak kendilerinin nam ce hesabına işlem yapmalarını sağlayamaz.
- Yatırıma yönelik araştırmalarının sonuçlarını, müşterilerinden önce kendisinin veya üçüncü şahısların menfaatine kullanamaz.
- Portföy yönetimi sırasında edindiği bilgileri kendisi veya üçüncü kişilerin menfaati için kullanamaz.
- Müşteri portföyü için yaptığı alım-satım işlemlerinde, işlemi gerçekleştiren aracı kurumun, müşteri numarasıyla borsada işlem tesis etmesini sağlamakla yükümlüdür.

GSYF Tebliği'nin 8'inci maddesinin ikinci fıkrasının göndermesiyle, PYŞ Tebliği'nin 33'üncü maddesi uyarınca kurucu, yukarıda sayılı ilke ve esasların tamamına uymak zorundadır. Portföy yönetim şirketleri, faaliyetler gösterdikleri süre boyunca, katılma payı sahiplerinin beklentilerinin bilincinde olarak nitelikli bir portföy yönetimi hizmeti sunmakla yükümlüdür¹⁹⁵. Zira portföy yönetimi, bir eğitim ve disiplin gerektirmektedir. Portföyü yöneten yöneticinin yatırımcıların beklentilerini, piyasadaki finansal varlık çeşitliliğini ve çok sayıda risk faktörünü değerlendirmesi gerekmektedir¹⁹⁶. Bu kapsamda SPK tarafından getirilen ve

¹⁹⁵ Selami Şengül, **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2022, s.262.

¹⁹⁶ Sancak, **a.g.e.**, s.68.

portföyün yönetilmesi sırasında, kurucu tarafından uyulması gereken ilkeler açıklandığı şekilde olup, kurucu tarafından portföy yönetimi sırasında yapılacak yatırımlara ilişkin esaslara, çalışmamızın devam eden kısımlarında değineceğiz.

b. Fonun Temsili

Kurucunun yetki ve sorumluluklarının en önemlilerinden biri kuşkusuz, GSYF'nin üçüncü kişiler nezdinde temsil edilmesidir. GSYF, sözleşmelere taraf olması, girişim şirketlerinin yönetimine katılması, girişim şirketlerinin kurulması da dahil ancak bunlarla sınırlı olmamak üzere bütün faaliyetlerinin icrasında, kurucunun yönetim kurulu tarafından temsil edilir. Bu temsil yetkisi, yönetim kurulu tarafından bir veya daha fazla üyesine veya kurucunun birinci derece imza yetkisine sahip bir başka personeline devredilebilir. GSYF'nin girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin portföyünün temsili, alınacak bir yönetim kurulu kararı ile yatırım komitesine de devredilebilir. Ancak belirli işlemler açısından fonun temsili sadece yönetim kurulu kararı ile mümkündür. Bu işlemler fonun kuruluşu, katılma paylarının ihracı, fonun tasfiyesi, portföy yönetim ücretinin artırılması ve katılma payı sahiplerinin yatırım kararını etkileyebilecek nitelikteki diğer işlemlerdir.

GSYF'nin girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin TTK'da düzenlenen ortaklık haklarını ve GYSF Tebliği'nde belirtilen pay sahipliği sözleşmelerinden kaynaklanan yönetsel haklarını kullanmak üzere, bir yönetim kurulu kararı ile, üçüncü kişilerin vekil olarak tayin edilmesi de mümkündür. Ancak bu halde dahi, kurucu portföy yönetim şirketinin mevzuattan, fon içtüzüğünden ve ihraç belgesinden doğan sorumluluğu devam eder. Bu noktada, kurucunun tayin ettiği vekillerin işlemlerinden sorumluluğunun bertaraf edilmesinin mümkün olup olmadığını değerlendirmemiz uygun olacaktır. Çalışmamızın önceki kısımlarında da değindiğimiz üzere, GSYF Tebliği'nin 7'inci maddesinin üçüncü fıkrasında kurucu ile katılma payı sahipleri arasındaki ilişkiye SerPK'da, ilgili mevzuatta, içtüzükte, ihraç belgesinde ve yatırımcı sözleşmesinde hüküm bulunmayan hallerde TBK'nın vekalet sözleşmesine ilişkin hükümlerinin kıyasen uygulanacaktır. Bu kapsamda vekalet sözleşmesi hükümleri incelendiğinde, TBK'nın 507'inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca, başkasına vekalet vermeye yetkili olan vekilin şahsen ifa, sadakat ve özen gösterme borcu açısından, sadece alt vekili seçmede ve talimat vermede gerekli özeni

göstermesinin, borcunu ifa etmesi için yeterli olduğu düzenlendiği görülmektedir. Ancak GYSF Tebliği'nin 10'uncu maddesinde açıkça, kurucunun GSYF'nin girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin yönetim kurulu kararı ile vekil atadığı durumlarda dahi sorumluluğunun devam edeceğinin düzenlendiği ve TBK'nın vekalet sözleşmesi hükümlerinden ayrıldığı görülmektedir. Bu aşamada, kurucunun bu sorumluluğunun içtüzük, ihraç belgesi veya yatırımcı sözleşmesi gibi araçlarla, bunlara eklenecek özel bir hükümle sınırlandırılıp sınırlandırılmayacağı sorusu gündeme gelebilecektir. İchtüzük ve ihraç belgesine bu şekilde bir hüküm eklenmesi halinde SPK'nın bu belgeleri onaylamayacağı kuşkusuzdur. Ancak bu şekilde bir içtüzük maddesinin veya ihraç belgesindeki düzenlemenin SPK tarafından onaylandığı farz edildiğinde veya yatırımcı sözleşmesine kurucunun, atadığı vekilin işlemlerinden olan sorumluluğunu sınırlamaya yönelik bir madde eklenmesi halinde nasıl bir sonuç doğacağı sorusunun cevaplanması gerekebilecektir. Bu durumda TBK'nın 116'ncı maddeleri uygulama alanı bulacaktır. Madde hükmü uyarınca *“Uzmanlığı gerektiren bir hizmet, meslek veya sanat, ancak kanun veya yetkili makamlar tarafından verilen izinle yürütülebiliyorsa, borçlunun yardımcı kişilerin fiillerinden sorumlu olmayacağına ilişkin anlaşma kesin olarak hükümsüzdür.”* Girişim sermayesi fon portföyünün yönetimi hiç şüphesiz yetkili makamlar tarafından izinle yürütülebilen ve uzmanlık gerektiren bir hizmet olduğundan, yatırımcı sözleşmesine, kurucunun atadığı vekilin fiillerinden sorumlu olmayacağına dair bir hüküm eklenmesi halinde bu hüküm, SerPK ve GSYF Tebliği hükümlerinin yanı sıra TBK'nın emredici hükmüne aykırı olacağı için de hükümsüz olacaktır. Yani fonun temsili sorumluluğunun sınırlı hallerde üçüncü kişilere devrinde dahi fon kurucunun sorumluluğu aynı şekilde devam edecektir¹⁹⁷.

GSYF adına ticaret siciline ve diğer resmî sicillerde işlem yapılması halinde, GSYF'nin temsili kurucu ile portföy saklayıcısını temsil eden birer yetkilinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir. Bu işlemler için portföy saklayıcısının temsilcisinin de imzasının aranması, kurucunun usulsüz işlem gerçekleştirmemesi,

¹⁹⁷ Armağan, a.g.e., s.275.

dolayısıyla yatırımcıların haklarının korunması için getirilmiş bir düzenleme olarak değerlendirilmektedir¹⁹⁸.

c. Portföy Yönetiminin Denetlenmesi

Fon kurucusu, fon portföyünün yönetimi için PYŞ Tebliği'nin 8'inci maddesinin dördüncü fıkrası çerçevesinde bir sözleşme imzalayarak başka bir portföy yönetim şirketi ile anlaşabilir. Fon portföyünün yönetimi için kurucunun bir başka portföy yönetim şirketinden hizmet alması, kurucunun sorumluluğunu ortadan kaldırmaz¹⁹⁹. Portföy yönetim hizmeti alınacak portföy yönetim şirketi ile imzalanan sözleşmenin bir örneğinin, imza tarihinden itibaren altı iş günü içinde SPK'ya gönderilmesi zorunludur²⁰⁰. Fon portföyüne yönetim hizmeti verecek kuruluşun yabancı bir ülkede faaliyette bulunması halinde, kuruluşun faaliyet gösterdiği ülkedeki ilgili otorite tarafından portföy yöneticiliği faaliyeti yapabilmesi konusunda yetkilendirildiğine ilişkin bir belge ile sözleşmenin bir örneğinin, sözleşmenin yürürlük tarihinden en geç on beş iş günü önce SPK'ya gönderilmesi gerekmektedir.

GSYF kurucusu ile hizmet alınan yönetici portföy yönetim şirketi arasında imzalanacak olan portföy yönetim sözleşmesi, kurucunun yöneticiye inançlı devir esaslarına göre yönetimini devrettiği GSYF portföyünün, yönetici tarafından PYŞ Tebliği'nde ve imzalanan sözleşmede belirlenen esaslara uygun olarak, özen ve sadakat yükümlülüğü altında yönetilmesini konu alır. PYŞ Tebliği'nin 34'üncü maddesinin birinci fıkrasında belirtilen yöneticinin sadakat ve özen borcu esasen TBK'nın vekalet sözleşmesi hükümleri²⁰¹ tahtında vekilin sadakat ve özen borcunu işaret etmektedir²⁰². Zira PYŞ Tebliği'nin 31'inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca kolektif portföy yöneticiliği *“İmzalanan portföy yönetim sözleşmesi çerçevesinde, müşterilere ait portföylerin her bir müşteri adına maddi bir menfaat sağlamak üzere vekil sıfatıyla yönetilmesidir.”*. Bu bağlamda vekil sıfatını haiz portföy yöneticisi, genel esasları TBK'da düzenlenen vekalet sözleşmesi tahtında vekilin borçlarını da

¹⁹⁸ Günal, a.g.e., s.312.

¹⁹⁹ GSYF Tebliği, m.7/2; PYŞ Tebliği, m.8/4.

²⁰⁰ PYŞ Tebliği, m.8/4.

²⁰¹ TBK m.506/2: *“Vekil üstlendiği iş ve hizmetleri, vekâlet verenin haklı menfaatlerini gözeterek, sadakat ve özenle yürütmekle yükümlüdür.”*

²⁰² Ayşe Hümay Yıldırım, **Portföy Yönetim Sözleşmesi**, İstanbul, 2008, s.86, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 21 Haziran 2024.

ifa etmekle, görevini yerine getirirken sadakat ve özen borcuna uygun hareket etmekle yükümlüdür. Sözleşmeyle belirlenen portföy yöneticisinin veya yöneticilerinin, portföy yönetim hizmeti veren portföy yönetim şirketinden ayrılması ve bu yöneticilerin değişmesi halinde yönetici şirket bu durumu en uygun haberleşme vasıtasıyla derhal kurucuya bildirmekle yükümlüdür. Kurucu, yeni portföy yöneticisini uygun görmezse, portföy yönetim sözleşmesini tek taraflı olarak derhal feshetme hakkını haizdir²⁰³. Sözleşmeye, kurucunun ve dolaylı olarak katılma payı sahiplerinin haklarını zedeleyici olan, yönetici portföy yönetim şirketi lehine tek taraflı olağan üstü haklar tanıyan, SPK'nın düzenlemelerine ve borsa mevzuatına aykırı hükümler eklenemez²⁰⁴.

PYŞ Tebliği'nin 3 numaralı ekinde göre GSYF portföyünün yönetimi için imzalanacak portföy yönetim sözleşmesinde asgari olarak aşağıdaki unsurların bulunması zorunludur:

- Sözleşmenin düzenlenme tarihi ile sözleşme numarası,
- Sözleşmede kullanılan tanımlar ve kısaltmalar,
- Sözleşmenin taraflarına ilişkin bilgiler,
- Sözleşmenin konusu ve kapsamı,
- Portföy yönetim şirketini tanıtıcı bilgiler,
- GSYF'nin faaliyetine ilişkin ilkeler,
- Portföy yönetimine ilişkin teknik esaslar,
- Portföy yönetim ücreti ve performansa dayalı ücretlendirmeye ilişkin esaslar,
- Portföyün saklanması esasları,
- Portföy saklayıcısında saklanan sermaye piyasası araçlarından doğan yönetsel ve mali hakların kullanım esasları,
- Sözleşme taraflarının birbirine bilgi verme esasları,
- Sözleşmenin süresi ve fesih esasları,
- Sözleşme şartlarının değiştirilmesi,

²⁰³ PYŞ Tebliği, m.34/2.

²⁰⁴ PYŞ Tebliği, m.34/5.

- Uygulanacak hükümler ile sözleşmenin SPK düzenlemelerine aykırı hükümlerinin uygulanmayacağına dair ibare,
- Yetkili mahkeme ve icra daireleri,
- Yetkililerin imzaları ve tebligat adresleri.

GSYF portföyünün yönetimi için birden fazla portföy yöneticisi ile sözleşme imzalanması mümkündür. Bu halde yapılacak portföy yönetim sözleşmesinde, portföy yöneticilerinin portföy yönetiminin devralınmasından kaynaklanan hak ve yükümlülüklerine de yer verilmesi zorunludur²⁰⁵. Fon portföyüne yönetim hizmeti verecek yönetici portföy yönetim şirketi de kurucu gibi fon mal varlığını katılma payı sahiplerinin lehine ve onların çıkarlarını gözeterek, PYŞ Tebliği'nde yer alan ve çalışmamızın "Fon Portföyünün Yönetimi" başlıklı kısmında detaylıca açıklanan esaslar çerçevesinde, SerPK, GSYF Tebliği, fon içtüzüğü ve ihraç belgesine uygun şekilde yönetmekle yükümlüdür. Kurucu da SerPK'nın 52'nci maddesinin üçüncü fıkrası ve GSYF Tebliği'nin 7'nci maddesinin ikinci fıkrasına uygun olarak bu yönetimi denetleme yükümlülüğü altındadır.

3. Kurucunun ve Yöneticinin Organizasyon Yapısı ve Görevleri

GSYF kuruluşu ve GSYF portföyünün yönetimi teknik bilgi ve mesleki tecrübe gerektiren özel nitelikli işlemlerdir. Bu nedenle GYSF kurucusunun ve varsa GSYF portföyünü yöneten portföy yönetim şirketinin organizasyon yapısıyla ilgili mevzuatta birtakım sınırlamalar getirilmiştir. Bu doğrultuda, GSYF Tebliği'nin 11'inci maddesinin birinci fıkrasında, kurucunun ve varsa portföyün yönetimi hizmetinin alındığı yöneticinin yönetim kurulu üyelerinden en az birinin girişim sermayesi yatırımları konusunda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması gerektiği düzenlenmiştir.

GSYF kurucusunun ve yöneticisinin organizasyon yapısına ilişkin, kurucunun ve varsa yöneticinin bünyesinde bir yatırım komitesi oluşturulması zorunludur. Bu yatırım komitesinde, en az beş yıllık girişim sermayesi yatırımı tecrübesi olan en az bir yönetim kurulu üyesi, genel müdür ve dört yıllık yükseköğrenim görmüş ve girişim sermayesi yatırımları hususunda en az beş yıllık tecrübesi bulunan yarı

²⁰⁵ GSYF Tebliği, m.8/1.

zamanlı veya tam zamanlı bir personelin bulunması gerekmektedir. Personel şartının, sayılan niteliklere sahip olan yönetim kurulu üyeleri ile sağlanması da mümkündür. Yatırım komitesinde, GSYF'nin girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin TTK'da düzenlenen ortaklık haklarını ve GYSF Tebliği'nde belirtilen pay sahipliği sözleşmelerinden kaynaklanan yönetsel haklarını kullanmak üzere yönetim kurulu kararıyla tayin ettiği vekil de yer alabilir.

GSYF'nin içtüzüğünde, ihraç belgesinde veya varsa yatırımcı bilgi formunda daha ağır bir nisap öngörülmemişse yatırım komitesi, üyelerinin çoğunluğu ile toplanabilir. Yatırım komitesi kararları, toplantıya katılanların oy çokluğuyla alınır ve yatırım komitesi karar defterine yazılır. Söz konusu karar metni, GSYF'nin süresi ve bu sürenin sona ermesi takip eden beş yıl boyunca saklanmak zorundadır²⁰⁶.

GSYF kurucusunun ve yöneticisinin yatırım komitesinde yer alacak yönetim kurulu üyesi veya üyeleri ile genel müdür, PYŞ Tebliği uyarınca birtakım özel şartları sağlamak zorundadır²⁰⁷. Bu şartlara göre genel müdür ve yönetim kurulu üyelerinin;

- Müflis, konkordato ilan etmiş veya hakkında iflas kararı verilmiş olmaması²⁰⁸,
- SPK tarafından faaliyet izni iptal edilmiş bir kuruluştaki görev almışsa, bu iptal işlemini gerektiren olayda sorumluluğunun bulunmaması²⁰⁹,
- SerPK'da yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması,
- 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendisi veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,
- 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu'nun 53'üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal

²⁰⁶ GSYF Tebliği, m.11/2-3.

²⁰⁷ PYŞ Tebliği, m.20/2.

²⁰⁸ Bu şart iflasın kaldırılmasına, kapatılmasına veya konkordato teklifinin tasdikine ilişkin kararın kesinleşme tarihinden itibaren on yıl geçmesi halinde dikkate alınmaz. (PYŞ Tebliği m.5/2)

²⁰⁹ Bu şart kararın kesinleşme tarihinden itibaren on yıl geçmesi halinde dikkate alınmaz. (PYŞ Tebliği m.5/2)

düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmamış olması,

- 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanun’da düzenlenen suçlardan mahkum olmaması,
- İşlem yasaklısı olmaması,
- Muaccel vergi borcunun bulunmaması,
- İşinin gerektirdiği dürüstlüğe ve itibara sahip olması,

gerekir.

Kurucunun ve yöneticinin genel müdürünün ayrıca, finansal piyasalar alanında en az yedi yıllık mesleki tecrübeye ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisans Belgesine sahip olması gerekmektedir²¹⁰. Kurucunun ve yöneticinin münhasıran girişim sermayesi yatırımlarında faaliyet göstermek üzere kurulmuş bir portföy yönetim şirketi olması halinde genel müdürün Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisans Belgesine veya girişim sermayesi yatırımlarında en az beş yıllık tecrübeye sahip olması gerekmektedir²¹¹.

PYŞ Tebliği’nin 12’nci maddesi uyarınca GSYF kurucusunun ve varsa yöneticisinin, şirketin faaliyetleri ve yönetimindeki portföyler için bir risk yönetim sistemi oluşturması zorunludur. Risk yönetimi prosedürleri yönetim kurulu kararı ile belirlenir ve yazılı hale getirilir. Oluşturulan risk yönetim sistemi genel olarak, yönetilen portföyüm maruz kalabileceği temel risklerin tanımlanmasını, risk tanımlamalarının düzenli olarak gözden geçirilmesini, önemli gelişmeler doğrultusunda güncellenmesini, maruz kalınan risklerin tutarlı biçimde değerlendirilmesini, tespit edilmesini, ölçümünü ve kontrolünü içeren bir risk ölçüm

²¹⁰ PYŞ Tebliği, m.20/3.

²¹¹ PYŞ Tebliği, m.9/4.

mekanizmasının oluşturulmasını, GSYF'lere özel olarak ise girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin risk yönetim esaslarını²¹², finansman riski ve likidite riskine ilişkin esasları içermek zorundadır²¹³.

Kurucunun ve varsa yöneticinin bünyesinde risk yönetimini sağlayacak birim, portföyün yönetiminden sorumlu birimden ayrı ve bağımsız olmalıdır. Bu düzenlemeyle amaçlanan, risk yönetiminin sağlıklı ve tamamen bağımsız bir şekilde sağlanmasıdır. Risk yönetimini gerçekleştiren birimde görevli personel Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ile Türev Araçlar Lisansına sahip olmalı, risk kontrolüne ilişkin işlemleri gerçekleştirebilecek bilgi ve tecrübe düzeyinde olmalıdır. Risk yönetim biriminde görevli en az bir kişi, münhasıran portföyün risk yönetim sisteminin oluşturulması ve uygulanmasıyla görevlendirilmiş olmalıdır.

Açıklandığı üzere, esasen başkasına (katılma payı sahiplerine) ait malvarlığını vekaleten yönetmenin ciddi sorumluluk isteyen bir iş olmasından hareketle kurucunun ve yöneticinin organizasyon yapısı oluşturulurken adeta “ince elenip sık dokunması” gerektiği görülmektedir²¹⁴.

III. Katılma Paylarının İhracı ve Satışı

A. Katılma Payı

Katılma payı, GSYF Tebliği m.3.1-ı uyarınca, yatırımcının fona katılımını gösteren ve sahip olduğu hakları taşıyan sermaye piyasası aracıdır ve kayden izlenir. Katılma payı fona yatırım yapan sahibinin yatırımının miktar, fiyat, değer gibi yönlerden karşılığını gösterir. Anılan tebliğ hükmünde de açıkça ifade edildiği üzere katılma payının hukuki niteliği, sermaye piyasası aracıdır. Katılma paylarının SerPK'nın 13'üncü maddesi²¹⁵ kapsamında MKK nezdinde üye ve hak sahipleri bazında izlenmesi zorunludur.

Katılma payları, sahiplerinin GSYF'nin malvarlığına katılımını temsil etmekte ve katılma payı sahipleri ile fon kurucusu arasında *sui generis* nitelikte

²¹² GSYF Tebliği, m.11/4.

²¹³ PYŞ Tebliği, m.12/5.

²¹⁴ Tanör, **a.g.e.**, s.242.

²¹⁵ SerPK düzenlemesine paralel bir düzenleme de GYSF Tebliği'nin 16'ncı maddesinin onuncu fıkrasında yer almaktadır.

sözleşmeye dayalı bir ilişki kurmaktadır²¹⁶. Bu ilişkiye çalışmamızın önceki kısımlarında da açıklandığı üzere başta SerPK olmak üzere, GSYF Tebliği ve ilgili diğer mevzuat hükümleri ile, içtüzük hükümleri, ihraç belgesi düzenlemeleri, yatırımcı sözleşmesi hükümleri ile bunlarda hüküm bulunmayan hallerde TBK'nın vekalet sözleşmesine ilişkin hükümleri uygulanacaktır.

GSYF katılma paylarında, bilgilendirme dokümanlarında²¹⁷ esasları belirtmek şartıyla, farklı pay grupları oluşturulabilir. Bu pay grupları aracılığıyla, farklı katılma payı grubuna sahip yatırımcılara farklı hak ve yükümlülükler tanınabilir²¹⁸.

B. Katılma Paylarının İhracı

GSYF katılma payı ihracı için kurucu, SPK tarafından belirlenen standartlara uygun olarak hazırlanmış ihraç belgesi, başvuru dilekçesi²¹⁹, başvuru formu²²⁰ ve varsa yatırımcı bilgi formu ile SPK'ya başvurur. Fon içtüzüğünün tescilinden itibaren en geç altı ay içerisinde SPK'ya başvurulması zorunludur. Aksi takdirde içtüzük, kurucu tarafından ticaret sicilinden terkin edilir. Terkini gösteren evrak altı iş günü içerisinde SPK'ya gönderilir. Katılma payı ihracı için makul bir gerekçeyle başvuruda bulunulamaması halinde, SPK bu gerekçeleri uygun bulursa altı aylık başvuru süresi bir defaya mahsus olmak üzere altı ay daha uzatılabilir.

Fon içtüzüğünün ticaret siciline tescilinden, katılma payı ihraç başvurusu tarihine kadar, GSYF'nin işlemleri için gerekli mekan, teknik donanım ve muhasebe sisteminin oluşturulması ve yeterli sayıda personelin atanmış olması zorunludur.

²¹⁶ Füsün Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası** 71, No:2, 2013, s.135, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/97830>, 21 Haziran 2024.

²¹⁷ Fon bilgilendirme dokümanları; fon içtüzüğü, ihraç belgesi ve varsa yatırımcı bilgi formunu ifade eder. (GSYF Tebliği, m.3/1-a)

²¹⁸ GYSF Katılma paylarının farklı gruplarda ihraç edilmesi, *private equity* modeline paraleldir. *Private equity* modelinde de katılma payları *general partners shares* ve *limited partners shares* şeklinde iki farklı grupta tanımlanabilmektedir. Detaylı bilgi için bkz.: Aydın Yılmaz, **a.g.e.**, s.56.

²¹⁹ Örnek başvuru dilekçesi için bkz.: (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/basvuru-surecleri/pay-ihraci>, 21 Haziran 2024.

²²⁰ Örnek form için bkz.: (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/basvuru-surecleri/pay-ihraci>, 21 Haziran 2024.

Katılma paylarının ihracı için ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanması gerekmektedir. SPK'nın yatırım fonlarına ilişkin genel düzenlemelerinden farklı olarak ihraç belgesine ilave olarak ayrıca bir izahname düzenlenmesi gerekmez²²¹. İzahname düzenlenmesine ilişkin bu istisna GSYF Tebliği'nin 13'üncü maddesinin üçüncü fıkrasında düzenlenmiş olup, bunun yanı sıra II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 6'ncı maddesinin ikinci fıkrasının a bendinde de sadece nitelikli yatırımcılara satışı yapılan sermaye piyasası araçları bakımından izahname hazırlanmayacağı belirtilmiştir. Bu itibarla GSYF Tebliği'nin 13'üncü maddesinin üçüncü fıkrasının bir tekrardan ibaret olduğu görülmektedir²²².

İhraç belgesi, SPK'ya yapılan başvurudan sonra 20 iş günü içerisinde incelenir. Belgede yer alan bilgilerin açık, anlaşılır, tutarlı ve Kurul tarafından belirlenen standart uyarınca eksiksiz olduğu tespit edilirse onaylanır. Başvuruda sunulan bilgi ve belgelerin eksik olması halinde ise bu durum SPK tarafından başvuru sahibine bildirilir ve belirli bir süre tanınarak bunların tamamlanması istenir. Tanınan sürenin sonunda 20 iş günlük inceleme süresi başlar ve eksikliklerin tamamlandığı değerlendirilir ise ihraç belgesi onaylanır. Aksi takdirde başvuru onaylanmaz ve gerekçesi yine başvuru sahibine bildirilir²²³.

GSYF Tebliği'nin 13'üncü maddesinin dokuzuncu fıkrası uyarınca, kurucu portföy yönetim şirketinin, kurduğu ilk fon dışındaki fonların kuruluş ve katılma payı ihraç başvuruları birlikte yapılır. Bu fonların kuruluş başvuruları ve katılma payı ihraç başvuruları SPK tarafından birlikte değerlendirilir ve sonuçlandırılır. Kurucunun yalnızca ilk fonu için kuruluş başvurusu ve katılma payı ihraç başvurusu ayrı ayrı yapılır.

1. İhraç Belgesi

Fon ihraç belgesi, fonun niteliği ve katılma paylarının satış şartları hakkında bilgiler içeren belgeyi ifade eder²²⁴. İhraç belgesinin standartları SPK tarafından belirlenir. İhraç belgesinde yer alan bilgilerin yatırımcılar tarafından anlaşılabilir

²²¹ GSYF Tebliği, m.13/3.

²²² Akdağ, **a.g.e.**, s.14.

²²³ GSYF Tebliği, m.13/4.

²²⁴ GSYF Tebliği, m.6/3.

nitelikte ve tutarlı olması gerekir. İhraç belgesi, fon içtüzüğünden farklı olarak, ticaret siciline tescil edilmez.

SPK tarafından belirlenen standartlara göre ihraç belgesinde asgari olarak; fonun unvanına, türüne, süresine, kurucunun, yöneticinin ve portföy saklayıcısının unvanlarına ve adreslerine, fonun portföy yöneticilerine ve kurucunun yönetim kurulu üyelerine ilişkin bilgiye, fonun yatırım stratejisine, amacına, yatırım sınırlamalarına ve risklerine ilişkin esaslara, kaynak taahhüdü tutarına, dışarıdan alınan hizmetlere ilişkin bilgiye, katılma paylarının alım satımına ilişkin usul ve esaslara, portföyün yönetimine ve saklanmasına ilişkin esaslara, portföyün değerlemesine ilişkin esaslara, fon birim pay fiyat açıklama dönemine ilişkin esaslara, fon malvarlığından yapılabilecek harcamalara ilişkin esaslara, fon gelir gider farkının katılma payı sahiplerine aktarılmasına ilişkin esaslara, fona katılma ve fondan ayrılma şartlarına, fonun tasfiye şekline, fon içtüzüğü ve finansal raporların nereden temin edilebileceğine dair bilgiye, fonun denetimini yapacak kuruluşa ilişkin açıklamaya, performans ücretinin fondan veya katılma payı sahiplerinden tahsiline ilişkin bilgiye, kar dağıtımına ilişkin esaslara, fonun toplam gider oranına ve SPK tarafından belirlenecek diğer unsurlara yer verilir.

İhraç belgesinde değişiklik yapılmak istendiği takdirde, bu değişiklik ile fonun yatırım stratejisinin değiştirilmesi, fon portföyünden karşılanan giderlere yeni kalemler eklenmesi, toplam gider oranının ve/veya yönetim ücreti oranının yükseltilmesi veya hesaplanma yönteminin katılma payı sahiplerinin aleyhine sonuç doğurabilecek şekilde değiştirilmesi, varsa girişim sermayesi yatırımları için hizmet alınan portföy yöneticisinin değiştirilmesi, fonun süresinin uzatılması, katılma paylarının fona iade veya yatırımcılar arasında devir şartlarının ağırlaştırılması söz konusu olacaksa, ihraç belgesinin değiştirilmesi için ihraç belgesinin SPK tarafından onaylanmasına ilişkin usul ve süreç yeniden işletilir. Onay sürecine ilave olarak yapılan değişiklikler yürürlüğe gireceği tarihten en az otuz gün önce katılma payı sahiplerine bildirilmek zorundadır. Bu süre içerisinde yatırımcılardan katılma paylarını fona iade etmek isteyenler olursa, değişikliklerin yürürlüğe giriş tarihi

katılma paylarının fona iade edilebileceği ilk tarihe kadar ertelenir²²⁵. İhraç belgesinde yapılacak değişiklik, sayılan durumlara ilişkin değil ise, SPK onayı alınması gerekmez. Yapılan değişiklikler katılma payı sahiplerine bildirilir ve KAP'ta ilan edilir.

2. Yatırımcı Bilgi Formu

Yatırımcı bilgi formu, fon içtüzüğünün veya ihraç belgesinin aksine, fonun kuruluşu veya katılma paylarının ihracı için zorunlu bir belge değildir. Yatırımcı bilgi formu, fonun yapısını, yatırım stratejisini ve risklerini gösteren, özet niteliğinde bir formdur²²⁶. Fon kurucusu, yatırımcı bilgi formunu içtüzük ve ihraç belgesi ile tutarlı şekilde hazırlamak zorundadır. Formun içeriğinin doğruluğundan, güncelliğinden, formda yer alan yanlış, yanıltıcı veya eksik bilgilerden kaynaklanan zararlardan kurucu sorumludur.

Her ne kadar yatırımcı bilgi formu ihtiyari olarak hazırlanacak bir belgeyse de hazırlanması halinde formda yer alması gereken asgari unsurlar SPK tarafından belirlenmiş ve GSYF Tebliği'nin 3 numaralı ekinde yer verilmiştir. Buna göre yatırımcı bilgi formunda asgari olarak fonu tanıtıcı bilgiler, yatırım amaçlarının ve yatırım politikasının kısa tanıtımı, portföy dağılımı, fonun varsa geçmiş performansı, fonun yönetim ücreti, komisyon ve diğer giderleri ile toplam gider oranı, fonun maruz kaldığı risklerle ilgili uygun açıklama ve uyarıları içeren risk ve getiri profili, katılma paylarının alım satım esasları, fon birim pay hesaplama dönemleri, katılma payı sahiplerinin içtüzük, ihraç belgesi, finansal raporlar ile diğer ek bilgileri nereden ve ne şekilde elde edebileceklerine ilişkin bilgiler, kar dağıtımı ve performans ücretlendirmesine ilişkin esaslar yer almalıdır.

Yatırımcı bilgi formunda bir değişiklik yapılmak istenmesi halinde SPK'nın onayı gerekmez. Fakat söz konusu değişikliklerin içtüzük ve ihraç belgesine uygun olması ve altı iş günü önceden SPK'ya bildirilmesi gerekir. Yatırımcı bilgi formunda

²²⁵ Fon katılma paylarının %65'inden fazlasını temsil eden katılma payı sahiplerinin yazılı onayı alınır ve bu onayı tevsik eden belgeler SPK'ya iletilirse, otuz günlük bekleme süresi ve değişikliklerin yürürlüğe girme tarihinin ertelenmesine ilişkin hükümler uygulanmaz. İchtüzük, ihraç belgesi veya yatırımcı bilgi formunda daha ağır bir nisap belirlenmişse, ilgili onayın sağlanması için belirlenen ağır nisap uygulanır. (GSYF Tebliği, m.14/6)

²²⁶ GSYF Tebliği, m.6/4.

yapılan değişiklikler katılma payı sahiplerine en uygun haberleşme vasıtasıyla bildirilir. Yapılmak istenen değişikliğin içtüzük değişikliğini gerektirir nitelikte olması halinde fon içtüzüğünde değişiklik yapılmasına ilişkin usul ve süreç, ihraç belgesinin değiştirilmesini gerektirir nitelikte olması halinde ise ihraç belgesinin değiştirilmesine ilişkin süreç ayrıca takip edilir²²⁷.

C. Katılma Paylarının Satışı, Devri ve Fona İadesi

Çalışmamızın bu kısmında GSYF katılma paylarının satış sürecini, fona iadesini ve yatırımcılar arasında devir süreçleri ile bu süreçlerde karşımıza çıkan bazı temel kavramları inceleyeceğiz.

1. Katılma Paylarının Satışı

GSYF katılma payları, SPK'nın fon ihraç belgesini onaylaması akabinde, ihraç belgesinde belirtilen satış başlangıç tarihinden itibaren, yine ihraç belgesi ile ilan edilmiş olan dağıtım kanalları aracılığıyla yatırımcılara sunulur. Satış başlangıç tarihi, ihraç belgesinin onaylanıp, fon kurucusuna teslim edildiği tarihten itibaren en geç bir yıl içerisinde olacak şekilde belirlenmek zorundadır. Bu bir yıllık süre içerisinde katılma paylarının satışına başlanmazsa, sürenin sona ermesini takip eden fonun tasfiye edilmesi veya ek süre talep edilmesi için kurucu tarafından SPK'ya başvurulması gerekir. Katılma paylarının satışına başlanılmasan önce, SPK'nın onaylamış olduğu fon içtüzüğü, ihraç belgesi veya yatırımcı bilgi formunda herhangi bir değişiklik olması durumunda, fon kurucusu bu değişikliklerin onaylanması için derhal SPK'ya başvurmak zorundadır²²⁸.

Katılma payı satışı, katılma payını satın alacak yatırımının fon birim pay değerini nakden veya karşılık gelen iştirak payının devri yoluyla ödemesi suretiyle gerçekleştirilir. GYSF'ler genel yatırım fonlarına oranla daha uzun vadeli bir yatırım niteliğinde olduğu için, katılma paylarının satışı için yatırımcı bulma süreci de yine genel yatırım fonlarına oranla daha zordur²²⁹.

²²⁷ GSYF Tebliği, m.14/4.

²²⁸ GSYF Tebliği, m.13/7.

²²⁹ Kenan Dede, **Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2017, s.193.

Katılma paylarının satışı için -geliri fon tarafından alınacak şekilde-komisyon uygulanması mümkündür. Alınacak bu komisyonla ilgili şartlara fon bilgilendirme dokümanlarında yer verilir²³⁰.

GSYF Tebliği'nin 16'ncı maddesinin beşinci fıkrası uyarınca katılma paylarının fon adına alım satımı esas olup, kurucu ve portföy yöneticisinin fon katılma paylarını kendi portföylerine alması da mümkündür.

GSYF Tebliği'nin 16'ncı maddesinin sekizinci fıkrası uyarınca, fon katılma paylarının pazarlamasının, satışının ve dağıtımının kurucu tarafından yapılmasının yanı sıra, gerekli yetkiye sahip portföy yönetim şirketleri ile yatırım kuruluşları tarafından yapılması da mümkündür. Bunun için kurucu ile pazarlama, satış ve dağıtım yapacak olan kuruluş arasında sözleşme imzalanması ve söz konusu işlemlerin GSYF'lerin içerdiği riskler konusunda yeterli bilgiyi haiz personel tarafından yapılması zorunludur. GSYF'ye ilişkin yapılacak tanıtım ve reklamlarda, bunu ister kurucu ister anlaşılan diğer portföy yönetim şirketleri veya yatırım kuruluşları yapsın, SPK düzenlemelerinde yer alan nitelikli yatırımcı tanımına ve satışın sadece gerekli nitelikleri haiz nitelikli yatırımcılara yapılacağına dair bilgilendirmenin yer alması zorunludur²³¹. Katılma paylarının pazarlama, satış ve dağıtım faaliyetlerini yürütecek olan kuruluşun, satış yapılan yatırımcıların GSYF Tebliği kapsamında nitelikli yatırımcı olduklarına dair bilgi ve belgeleri temin etme ve bu belgeleri fon süresi ve en az beş yıl boyunca saklama yükümlülüğü bulunmaktadır. Bu yükümlülüğe aykırılık nedeniyle yatırımcıların zarara uğraması halinde pazarlama, satış ve dağıtım faaliyetlerini yürüten kuruluş da sorumlu olacaktır. Bu noktada, söz konusu pazarlama, satış ve dağıtım işlemlerinin, kurucu portföy yönetim şirketinin acenteleri tarafından da gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceğini değerlendirmek faydalı olacaktır. PYŞ Tebliği'nin 15'inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca portföy yönetim şirketlerinin alacağı acentelik hizmeti “...fon katılma paylarının pazarlama ve dağıtım faaliyetleriyle ilgili sadece tahsil ve tediye işlemlerini yürütmek (...), Şirketin yetkili olduğu faaliyetlere ilişkin sözleşmelerin müşteri ve Şirket arasında imzalanmasını sağlamakla sınırlıdır.”. Bu

²³⁰ GSYF Tebliği, m.16/2.

²³¹ GSYF Tebliği, m.17.

ifadeden de anlaşılacağı üzere kurucunun hizmet aldığı portföy yönetim şirketi veya yatırım kuruluşu niteliğindeki acenteler, GSYF katılma paylarının pazarlama ve dağıtımıyla ilgili olarak sadece tahsil ve tediye işlemlerini yürütebilecektir. Peki kurucunun acentesi, katılma payı satın alan yatırımcılar ile GSYF arasında imzalanması gereken yatırımcı sözleşmesinin imzalanmasına aracılık edebilecek midir? Zira diğer yatırım fonlarından farklı olarak, GSYF katılma paylarının yatırımcılara satışı için bir yatırımcı sözleşmesinin akdedilmesi gerekmektedir. Bu konuda kanaatimiz, PYŞ Tebliği'nde acentelik hizmetinin kapsamı belirlenirken kullanılan “*Şirketin yetkili olduğu faaliyetlere ilişkin sözleşmelerin müşteri ve Şirket arasında imzalanmasını sağlamak*” ifadesi, müşteri (yatırımcı) ile Şirket (GSYF adına kurucu) arasında imzalanması gereken yatırımcı sözleşmesinin imzalanmasının da acentelik faaliyeti kapsamında değerlendirileceği, hatta sözleşmenin 8/2/2022 tarihli ve 31744 sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ (III-42.1)’de yer alan esaslara uygun olarak elektronik ortamda da yapılabileceği²³² yönündedir.

a. Fon Birim Pay Değeri ve İştirak Payı

Fon katılma paylarının itibari (nominal) değeri bulunmamaktadır. Fon bilgilendirme dokümanlarında aksine bir düzenleme bulunmadığı sürece katılma payları, birim pay değeri karşılığında satılır. Birim pay değeri, fonun toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesiyle elde edilen değerdir²³³. Birim pay değeri, yılda en az bir kere hesaplanır ve nitelikli yatırımcılara bildirilir. Bu bildirim esas ve usulleri fon ihraç belgesinde yatırımcılara açıklanır.

Bilgilendirme dokümanlarında hesaplama şeklinde ve uygulama esaslarına yer verilmesi şartıyla katılma paylarının satışı ve fona iadesi birim pay değerinden farklı bir fiyat karşılığında da gerçekleştirilebilir. Bu fiyat, her işlem öncesinde katılma payı sahiplerine bildirilmelidir. GYSF Tebliği’nin 16’ncı maddesinin on birinci fıkrası uyarınca katılma paylarının satışının ve fona iadesinin yabancı para

²³² PYŞ Tebliği, m.15/2.

²³³ GSYF Tebliği, m.15/1.

birimleri üzerinden de gerçekleştirilmesi mümkündür. Bunun için, belirli kişilere²³⁴ satılmak üzere pay grubu oluşturulması gerekir. Katılma paylarının satışının ve fona iadesinin yapılabileceği yabancı para cinsi, TCMB tarafından günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı para cinslerinden olmalıdır. Bu durumda, katılma payı fiyatı bağlı olduğu pay grubuna göre TL ve yabancı para birimi cinsinden açıklanır. Katılma payı fiyatının yalnızca yabancı para cinsinden açıklanması mümkün değildir.

Katılma paylarının satışının karşılığında yatırımcılardan nakit olarak ödeme alınabileceği gibi, ihraç belgesinde özel olarak düzenleme bulunması şartıyla iştirak payı da alınabilir. İştirak payı, GSYF Tebliği'nin 3'üncü maddesinin birinci fıkrasının 3'üncü bendi uyarınca girişim şirketlerinin sermayesini temsil eden payları ifade etmektedir. GSYF'lerin yatırım yapacağı girişim şirketleri anonim şirket veya başlangıç süreciyle sınırlı olmak üzere limited şirket olabilirler. Yani aslında iştirak payı, anonim şirket veya limited şirket payını ifade etmektedir²³⁵.

Katılma payı satışının iştirak payı karşılığında gerçekleştirilmesi halinde, ilgili iştirak payının değer tespiti, SPK tarafından uygun görülen kuruluşların hazırladığı raporlar ile yapılır. Katılma payının satışında esas alınacak değer, rapor ile belirlenen değerden fazla olamaz. Değer tespitine yönelik masraflar fon portföyünden karşılanamaz.

Savaş, doğal afetler, ekonomik kriz, iletişim sistemlerinin çökmesi, portföydeki varlıkların ilgili olduğu pazarın, piyasanın, platformun kapanması, bilgisayar sistemlerinde meydana gelebilecek arızalar, fon toplam değerini etkileyebilecek önemli bir bilginin ortaya çıkması gibi olağanüstü durumların meydana gelmesi ve SPK tarafından uygun görülmesi halinde fon birim pay değeri hesaplanmayabilir ve katılma paylarının alım satımı durdurulabilir.

²³⁴ Bu kimseler GSYF Tebliği'nde "...münhasıran Türkiye'de yerleşik yabancılar, dışarıda yerleşik kişiler ve 11/2/2010 tarihli ve 2010/139 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Vatandaşlığı Kanununun Uygulanmasına İlişkin Yönetmeliğin 20 nci maddesinin ikinci fıkrasının (e) bendi kapsamına giren kişiler" olarak sayılmıştır.

²³⁵ Akdağ, a.g.e., s.16.

b. Nitelikli Yatırımcı

GSYF'lerin diğer yatırımlara oranla yüksek riskli, uzun vadeli ve düşük likiditeye sahip olması sebebiyle²³⁶ GSYF katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabilir²³⁷. Çalışmamızın bu kısmında, “nitelikli yatırımcı” ile kast edilenin ne olduğunu açıklayacağız.

GSYF Tebliği'ne göre nitelikli yatırımcılar, SPK'nın sermaye piyasası araçlarının satışıyla ilgili düzenlemelerinde tanımlanan kişiler ile Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik uyarınca bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişileri ifade eder. Satış Tebliği'ne göre nitelikli yatırımcı ise, profesyonel müşteriler ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilen müşterilerdir. Bir başka deyişle, GSYF katılma paylarının ancak bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişilere, profesyonel müşterilere ve talebe dayalı olarak profesyonel müşterilere satışı mümkündür.

Profesyonel müşteri tanımı Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 31'inci maddesinde kendi yatırım kararlarını verebilmek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilmek için gerekli tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteri şeklinde yapılmış olup, hangi kuruluşların ya da hangi niteliği haiz müşterilerin profesyonel müşteri sayılabileceği aynı maddede sıralanmıştır²³⁸. Talebe dayalı profesyonel müşteriler ise, esasen profesyonel olmayan, yani genel müşteri olarak sınıflandırılacak olan, ancak Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 32'nci maddesinde sayılan şartlardan²³⁹ en az ikisini sağlayarak yazılı şekilde profesyonel müşteri olarak

²³⁶ Aydoğan Çete, **a.g.e.**, s.75.

²³⁷ GSYF Tebliği, m.13/1.

²³⁸ Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 31'inci maddesinin birinci fıkrasında profesyonel müşteri olabilecek kuruluşlar “a) Aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri, kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri ile bunlara muadil yurt dışında yerleşik kuruluşlar. b) Emekli ve yardım sandıkları, 17/7/1964 tarihli ve 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar. c) Kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar. ç) Nitelikleri itibarıyla bu kurumlara benzer olduğu Kurulca kabul edilebilecek diğer kuruluşlar. d) Aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hâsılatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kısıtlarından en az ikisini taşıyan kuruluşlar.” şeklinde sayılmıştır.

²³⁹ Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 32'inci maddesinin birinci fıkrasında göre bu şartlar şu şekildedir: “a) 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 b) Nakit mevduatlarının ve sahip olduğu sermaye piyasası araçlarının da dâhil olduğu finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk

kabul edilmek için talepte bulunan müşterilerdir²⁴⁰. Mevzuatta tanımlanmış olan profesyonel müşteriler, yine mevzuatta düzenlenen ve genel müşterilerin faydalanabileceği birtakım düzenlemelerden, kendi yatırım kararlarını verebilmek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilmek için gerekli tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip olmaları nedeniyle faydalanamazlar²⁴¹. Profesyonel müşteri veya talebe dayalı profesyonel müşteri kapsamına girmeyen müşteriler, genel müşteri sayılmaktadır.

Bir yatırımcıya GSYF katılma payının satışından önce, ilgilinin nitelikli yatırımcı olup olmadığına dair kontrol yükümlülüğü, katılma payının satışını yapan yatırım kuruluşuna aittir²⁴². Satış Tebliği uyarınca yatırımcılardan, sermaye piyasası araçlarının riskleri, yatırımcının bu riskleri anladığı ve kabul ettiği ve nitelikli yatırımcı olduğuna dair açıklamalar yer alan bir beyan (nitelikli yatırımcı beyanı) alınarak ilgili yatırım kuruluşu nezdinde saklanır. Yatırımcının nitelikli yatırımcı olduğu bilgisi MKK üyesi olan yatırım kuruluşu tarafından MKS'ye kaydedilir. Yukarıda da açıklandığı üzere, Yatırım Kuruluşları Tebliği uyarınca profesyonel müşteri ya da talebe dayalı profesyonel müşteri olarak sınıflandırılan müşteriler, Satış Tebliği'ne göre nitelikli yatırımcı olarak kabul edilmektedir. Ancak Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 30'uncu maddesinin 4'üncü fıkrası uyarınca yatırım kuruluşları, profesyonel müşteri olarak sınıflandırdığı müşterilerinin, profesyonel

Lirası tutarını aşması c) 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”

²⁴⁰ Profesyonel müşteri ve talebe dayalı profesyonel müşterilerin 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun uyarınca tüketici olarak kabul edilip edilemeyeceği, bu kanundan kaynaklanan korumalardan faydalanıp faydalanamayacağıyla ilgili tartışmalar için bkz.: Hatice Ebru Töremiş, **Sermaye Piyasası Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2022, s.172 vd.

²⁴¹ Yatırım Hizmetleri Rehberi'nde bu mevzuat hükümleri bir arada sayılmıştır. Kısaca değinmek gerekirse bu hükümler aşağıdaki gibidir:

- Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 68'inci maddesi uyarınca profesyonel müşterilerden yazılı onay alınması kaydıyla, saklamadaki varlıklarına ilişkin mutabakat alınması zorunlu değildir.
- Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 69'uncu maddesi uyarınca profesyonel müşteriler ile sözleşme yapılması kaydıyla saklama hesaplarındaki varlıkların bakiyesine ilişkin aylık bildirim yapılmak zorunda değildir.
- Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 33'üncü maddesi uyarınca profesyonel müşterilere uygunluk testi yapılması zorunlu değildir.
- Yatırım Hizmetleri Tebliği'nin 40'inci maddesi uyarınca (talebe dayalı olarak kabul edilenler hariç olmak üzere) profesyonel müşterilerden yerindelik testi sürecinde yatırım amaçlarına ilişkin olarak yatırım süresi ile risk getiri ve tercihleri hakkında bilgi alınması yeterlidir.
- Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 25'inci maddesi uyarınca genel risk bildirim formu dışında ilave risk bildirimleri ancak profesyonel müşterinin talebi halinde açıklanır.

²⁴² Satış Tebliği, m.7/3.

müşteri olarak sınıflandırılmak için gerekli nitelikleri tevsik eden belgeleri müşterilerden temin etmek ve SPK'nın belge ve kayıtla ilgili düzenlemelerinde belirlenen süre boyunca saklamakla yükümlüdürler. Bu yükümlülük ile ilgili olarak uygulamada, Satış Tebliği uyarınca nitelikli yatırımcılardan alınan nitelikli yatırımcı beyanının, bir müşterinin profesyonel müşteri olduğunu tevsik eden belge olarak yeterli olup olmadığı sorunu gündeme gelebilmektedir. Kanaatimizce, Yatırım Kuruluşları Tebliği'nde açıkça "*müşterilerin, profesyonel müşteri olduğuna ilişkin tevsik edici belgeler*"²⁴³ ifadesi kullanıldığından, tevsik edici belgeler ile kast edilen müşterinin Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin 31'inci ve 32'nci maddelerinde sınırlı şekilde sayılan nitelikleri haiz olduğunu gösteren belgelerin temin edilip saklanmasıdır. Yani profesyonel müşteri veya talebe dayalı olarak profesyonel müşteri kabul edilecek bir yatırımcıdan, nitelikli yatırımcı beyanı alınmış olması, MKK üyesi yatırım kuruluşunun söz konusu yatırımcının gerçekten profesyonel müşteri olmak için gerekli özellikleri haiz olup olmadığını kontrol etme ve ilgili belgeleri talep ederek saklama sorumluluğunu ortadan kaldırmaz.

Bir yatırımcı hakkında MKK üyesi bir yatırım kuruluşu tarafından MKS'ye "nitelikli yatırımcı" kaydı yapılmış olması yeterli olup, hakkında MKS'de nitelikli yatırımcı kaydı bulunan yatırımcıyla işlem yapacak diğer yatırım kuruluşlarının yatırımcıdan yeni nitelikli yatırımcı beyanı alması gerekmez. Bu düzenlemenin sebebi, daha önceden nitelikli yatırımcı olarak MKK'ya bildiri yapılmış bir yatırımcının, nitelikli yatırımcı beyanında açıklanan hususları zaten bildiğinin kabul edilmesidir²⁴⁴. Eğer yatırımcı, nitelikli yatırımcı statüsünü kaybederse, bu durumu bir MKK üyesi yatırım kuruluşuna bildirmek zorundadır. Bildirimden sonra, yatırımcının MKK'daki statüsünü değiştirme sorumluluğu, bildirim yapılan yatırım kuruluşuna aittir. Profesyonel müşteri statüsünden çıkan yatırımcılar, nitelikli yatırımcı statülerini de kaybederler, meğer ki ilgili yatırımcı bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip olsun.

²⁴³ Yatırım Kuruluşları Tebliği, m.30/4.

²⁴⁴ Adıgüzel, **a.g.e.**, s.46.

c. Yatırımcı Sözleşmesi

Bir nitelikli yatırımcının katılma paylarını satın alabilmesi için GSYF ile bir yatırımcı sözleşmesi imzalaması gerekir. Yatırımcı sözleşmesi, GSYF ve katılma payı sahipleri arasında imzalanan ve asgari olarak fon içtüzüğü ile ihraç belgesinde açıklanmayan hususların düzenlendiği sözleşmedir. Nitelikli yatırımcı veya yatırımcılar ile bireysel olarak imzalanabileceği gibi, topluca da imzalanabilir²⁴⁵.

Fon içtüzüğü yukarıda da açıklandığı üzere GSYF'nin adeta anayasası gibidir. Fon ihraç belgesi de benzer şekilde GSYF'ye ait esaslı unsurları düzenlemektedir. Yatırımcı sözleşmesi ise bu iki belgeyi tamamlayıcı nitelikte, taraflar arasındaki hukuki ilişkinin daha detaylı olarak düzenlendiği bir sözleşmedir. Sözleşme ile yatırımcı, sözleşmede yer alabilecek diğer taahhütleri bir yana, asgari olarak GSYF'ye kaynak taahhüdünde bulunmakta ve taahhüt ettiği kaynağı ödeme borcu altına girmektedir. GSYF ise yatırımcının kaynak taahhüdüne karşılık olarak katılma paylarını yatırımcılara aktarmayı taahhüt etmekte ve katılma payını devretme borç altına girmektedir. Bu bağlamda yatırımcı sözleşmesi tam iki tarafa borç yükleyen sözleşme niteliğini haizdir²⁴⁶.

GSYF Tebliği'nde yatırımcı sözleşmesinin tanımına yer verilmişse de sözleşme içeriğiyle ilgili olarak oldukça sınırlı sayıda düzenleme bulunmaktadır. Bu durum, sözleşme taraflarının, sözleşme özgürlüğü²⁴⁷ ilkesi uyarınca tarafların hak ve yükümlülüklerini özgürce belirleyebilmesine imkan sağlamaktadır. Yatırımcı sözleşmesinin, fon içtüzüğü ve ihraç belgesinin aksine, SPK'nın onayına tabi olmaması da yine sözleşme içeriğinin bu iki bilgilendirme dokümanına oranla, taraflarının iradesine uygun olarak, özgürce belirlenmesine katkı sağlamaktadır.

²⁴⁵ GSYF Tebliği, m.3/1-v.

²⁴⁶ Oğuzman, Öz, **a.g.e.**, s.337.

²⁴⁷ Sözleşme özgürlüğü ilkesi, TBK madde 26 hükmü ile düzenlenmiş olup, tarafların bir sözleşmenin içeriğini, ilgili mevzuatta öngörülen sınırlar dahilinde serbest bir şekilde belirleyebilmesi anlamına gelmektedir. Bu ilke, kişilerin hukuki ilişkilerini diledikleri şekilde düzenlemelerine ve sözleşme taraflarının aralarında geçerli olacak hukuk düzenini yaratmalarına imkan tanımaktadır. Elbette bu özgürlük, yatırımcı sözleşmesinin hükümlerinin başta SerPK olmak üzere ilgili kanun ve ikincil düzenlemelere aykırı olabileceği anlamına gelmemektedir. Sözleşme özgürlüğü prensibiyle ilgili detaylı inceleme için bkz.: Fikret Eren, **6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununa Göre Hazırlanmış Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 18. bsk., Ankara, Yetkin Basımevi, 2015, s.17; Cevdet Yavuz, **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, 9. bsk., İstanbul, Beta Yayıncılık, 2014, s.22.

Yatırımcı sözleşmeleri, hukukumuzda herhangi bir kanunda düzenlenmemiş olması nedeniyle atipik (isimsiz) sözleşmelerdir²⁴⁸. Bu nedenle taraflar arasındaki ilişkiye TBK'nın genel hükümleri uygulanacaktır.

GSYF Tebliği'ne göre yatırımcı sözleşmesinde düzenlenmesi beklenen, bir anlamda esas konu, katılma payı sahiplerinin kaynak taahhütlerinin tutarının, bu kaynaklara ilişkin ödeme planının, limitlerinin, kaynak taahhüdünün yerine getirilmemesi halinde uygulanacak temerrüt hükümlerinin ve kurucu tarafından alınabilecek ilave tedbirlerin belirlenmesidir²⁴⁹. Bu hususların yatırımcı sözleşmesi ile belirlenmesi zorunludur. Zira ödeme planı, kaynak taahhüdünün zamanında ödenmemesi halinde (yatırımcının temerrüde düşmesi halinde) hangi tedbirlerin uygulanacağı diğer fon bilgilendirme dokümanlarında düzenlenmemektedir. Yatırımcı sözleşmelerinde, kaynak taahhüdünün ödemesinde temerrüde düşen yatırımcılar bakımından, temerrüt halinde tüm ödeme borcunun muaccel hale geleceği, gecikme nedeniyle uğranılan zararların tazmin edileceği, katılma paylarının kurucuya veya üçüncü kişilere devredilmesi, katılma payları üzerindeki tasarruf yetkisinin sınırlandırılacağı gibi tedbirlerin öngörülmesi mümkündür. Kaynak taahhüdünü ödemeyen veya ödemede geciken yatırımcıların katılma paylarını diğer nitelikli yatırımcılara devretmesinin engellenmesi söz konusu olabilecektir. Nitekim katılma paylarının nitelikli yatırımcılar arasında devrinin sınırlandırılması, çalışmamızın sonraki kısımlarında açıklayacağımız şekilde mümkündür. Sayılanlarla sınırlı olmamak üzere, yatırımcı sözleşmesi ile belirlenebilecek bu tedbirler, aslında GSYF'den katılma payı satın alan diğer yatırımcıların korunması için de önem arz etmektedir. Taahhüt edilen kaynak ödemelerini alamayan bir GSYF, yatırım planına uygun şekilde yatırımlarını yapamayabilecek ve doğal olarak beklenen getirileri elde edemeyecektir. Bu nedenle her ne kadar yatırımcı sözleşmeleriyle temerrüdün sonuçlarına ilişkin yapılan düzenlemeler, ilk etapta ilgili yatırımcı açısından göz korkutucu gibi görünse de nihai olarak bütün yatırımcıların menfaati açısından önemlidir.

²⁴⁸ A.e., s.28.

²⁴⁹ GSYF Tebliği, m.22/3.

Yatırımcı sözleşmesiyle düzenlenebilen bir diğer önemli husus ise katılma paylarının ihraç edilmesinden sonra yeni kaynak taahhüdünde bulunan yatırımcılar ile hali hazırda mevcut olan katılma payı sahipleri arasında denkleştirmenin nasıl yapılacağına ilişkin esaslardır²⁵⁰. Fona yeni katılan yatırımcılar ile GSYF'nin kuruluşundan beri katılma payı sahibi olan yatırımcılar arasında ekonomik dengenin sağlanabilmesi için bu denkleştirme usulünün detaylarının belirlenmesi yine yatırımcıların menfaatinin korunması açısından önem ihtiva etmektedir.

Yukarıda açıklananlara ilave olarak yatırımcı sözleşmelerine, GSYF'nin kar dağıtımını yapıp yapmayacağı, kar dağıtımını yapılacaksa buna ilişkin uygulanacak esaslar, yatırımcılar toplantılarına ilişkin düzenlemeler, farklı katılma payı grupları varsa bunların özel hak veya yükümlülükleri, performans ücretine ilişkin prensipler gibi ilgili GSYF'nin kendine has özelliklerine ilişkin hükümler de ilave edilebilmektedir.

GSYF Tebliği'nde yatırımcı sözleşmesinin akdedilme şekline ilişkin özel bir şart getirilmemiştir. TBK'nın 12'inci maddesinin birinci fıkrası uyarınca kanunda aksine bir hüküm yoksa sözleşmelerin geçerliliği herhangi bir şekle bağlı değildir. Ancak bu şekil özgürlüğü prensibi, olası bir ihtilaf halinde tarafların sözleşmeyi ve sözleşme hükümlerini bir ispat aracı olarak kullanabilmek için²⁵¹ yatırımcı sözleşmelerini yazılı şekilde yapmalarına engel teşkil etmemektedir. Nitekim uygulamada da bu sözleşmelerin yazılı şekilde yapıldığı görülmektedir. Bu noktada, yatırımcı sözleşmesinin elektronik ortamda tarafların "onaylaması" ile akdedilip akdedilemeyeceğini değerlendirmek uygun olacaktır. SerPK'nın 42'nci maddesine dayanılarak çıkarılan III-42.1 sayılı Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ'e göre, portföy yönetim şirketleri tarafından bir bilişim veya elektronik haberleşme cihazı üzerinden yazılı şeklin yerine geçecek şekilde ya da mesafeli olarak sözleşme akdedilmesi mümkündür. Buradan hareketle yatırımcı sözleşmelerinin, anılan Tebliğ hükümlerine

²⁵⁰ GSYF Tebliği, m.22/4.

²⁵¹ Oğuzman, Öz, **a.g.e.**, s.140.

uyulması şartıyla, elektronik vasıtalarla “onaylanması” halinde de yazılı şekilde akdedilmiş sayılabileceğini söylemek mümkündür.

2. Katılma Paylarının Nitelikli Yatırımcılar Arasında Devri

GSYF katılma paylarının ikincil piyasalarda²⁵² devri ancak nitelikli yatırımcılar arasında mümkündür. Başka bir deyişle, GSYF katılma payları ne ihraç aşamasında ne de ihraçtan sonra ikincil piyasalarda nitelikli yatırımcı sıfatını haiz olmayan yatırımcılara satılabilirler. Ancak katılma paylarının ihraçtan satışında olduğu gibi, GSYF’lerin uzun vadeli yatırım niteliği nedeniyle, ikincil piyasalarda katılma paylarını satın alacak yatırımcı bulmanın da kolay olmayacağı bir gerçektir²⁵³.

Nitelikli yatırımcılar arasında katılma paylarının devredilebilmesi için katılma payını devralan kişi veya kuruluşun nitelikli yatırımcı olduğuna ilişkin bilgi ve belgelerin, devir işlemlerini gerçekleştiren yatırım kuruluşuna iletilmesi ve bunların söz konusu kuruluş tarafından fon süresi ve fonun sona ermesini takiben beş yıl süreyle saklanması zorunludur. Katılma paylarının yeni hak sahibinin hesabına aktarılmasıyla devir tamamlanır ve yetkili yatırım kuruluşu devir bilgisini MKK’ya iletir.

Katılma paylarının ikincil piyasalarda devri işlemleri, fon bilgilendirme dokümanlarında belirtilmiş olması kaydıyla GSYF kurucusunun veya yöneticisinin onayının alınması şartına bağlanabilir veya tamamen yasaklanabilir²⁵⁴. Devir bedeli, yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilir. Ancak bilgilendirme dokümanlarında ikincil piyasalardaki devir bedelinin nasıl belirleneceğine ilişkin düzenleme yer alıyorsa buna uyulması gerekir. Bunun yanında, her ne kadar katılma paylarının devir bedeli yatırımcılar arasında serbestçe belirlenebilecekse de alıcı tarafın aynı nitelikteki katılma payını kurucudan da satın alabileceği göz önüne alındığında, kurucu tarafından belirlenen fiyattan daha düşük satılması muhtemeldir²⁵⁵.

²⁵² Genel olarak sermaye piyasası araçlarının ihraçtan alınmasına birincil piyasa denirken, sermaye piyasası araçlarını ihraçtan satın alan yatırımcıların, bunları paraya çevirmek amacıyla tekrar satışına ikincil piyasa denir. Detaylı açıklamalar için bkz.: Bahtiyar, **a.g.e.**, s.10.

²⁵³ Dede, **a.g.e.**, s.193.

²⁵⁴ GSYF Tebliği, m.16/6.

²⁵⁵ Yıldız Destanoğlu, **a.g.e.**, s.176.

Katılma paylarına bağı olan birtakım hak ve yükümlölükler²⁵⁶ ile katılma payı sahibi ile kurucu arasında akdedilen yatırımcı sözleşmesinden kaynaklanan hak ve yükümlölükler²⁵⁷, katılma payının devredilmesiyle birlikte devralan yatırımcıya geçer. Devralan yatırımcı, katılma paylarını devralarak, devreden yatırımcının taraf olduğı yatırımcı sözleşmesinin tarafı haline gelir. Bu bağlamda katılma paylarının nitelikli yatırımcılar arasında devrinin, TBK bağlamında bir sözleşmenin devri niteliğinde olduğı söylenebilecektir. Zira TBK'nın 205'inci maddesi uyarınca sözleşmeyi devralan ile devreden arasında yapılan ve sözleşmede kalan diğ er tarafça önceden verilen izne dayanan veya sonradan onaylanan anlaşma, sözleşmenin devri hükümlerine tabidir. Bu açıdan sözleşmede kalan taraf olan GYSF'nin içtüzük aracılığı ile önceden vermiş olduğı izne istinaden yapılan katılma payı devrinin de sözleşmenin devri hükümlerine tabii olduğunu ifade etmek yanlış olmayacaktır.

3. Katılma Paylarının Fona İadesi

GSYF katılma payları yatırımcılar tarafından fona iade edilebilir. Buna ilişkin esasların portföy yapısına uygun bir şekilde belirlenerek fon bilgilendirme dokümanlarında ayrıntılı şekilde açıklanması zorunludur.

Katılma paylarının fona iadesi karşılığında yatırımcıya, ihraç belgesinde belirtilmiş olan şartlara göre katılma payının karşılığı nakden ödenir veya aynı tutara denk gelen iştirak payı devredilir. İade işlemi iştirak payının katılma payı sahibine devredilmesi suretiyle gerçekleştirilirse, her bir işlem öncesinde fonun tüm katılma payı sahiplerinden ve portföye saklama hizmeti veren kuruluşun da bu hususu teyit etmesi gerekir. Katılma payının iadesine ilişkin belgelerin en az fon süresi sona erdikten beş yıl sonrasına kadar fon kurucusu nezdinde saklanması zorunludur.

²⁵⁶ “Fona giriş ve çıkış komisyonunun veya performans ücretinin katılma paylarının elde tutulduğı süreye göre hesaplanması ve benzeri bir nedenle devredilen katılma paylarına sahip olmaktan kaynaklanan ertelenmiş hak veya yükümlölükler bulunması durumunda, bu hak ve yükümlölükler de devredilen katılma paylarıyla birlikte devralan yatırımcıya geçer.” (GSYF Tebliğı, m.16/7).

²⁵⁷ Evrim Yıldırım, **Kolektif Yatırım Sözleşmesi**, Ankara, 2011, s.40, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 21 Haziran 2024

Katılma paylarının satışında olduğu gibi, fona iadesi için de geliri fonda kalmak şartıyla komisyon uygulanması mümkündür. Alınacak bu çıkış komisyonu ile ilgili şartlara da fon bilgilendirme dokümanlarında yer verilmesi gerekir²⁵⁸.

GSYF'nin fon bilgilendirme dokümanlarında fon katılma paylarının ancak fon süresinin sonunda nakde dönüştürülmesinin mümkün olacağı düzenlenebilir²⁵⁹. Bu durumda yatırımcıların fondan çıkışı (ikincil piyasalarda devir söz konusu olmadığı sürece) ancak fon süresinin sonunda mümkün olabilecektir. Ayrıca yine fon bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunması şartıyla, kurucu katılma paylarının fona iadesini en fazla bir yıl süreyle erteleyebilir. Bu erteleme ancak katılma paylarının fona iade edilebilmesi için gerekli likiditenin sağlanamaması ve fon kurucusunun, GSYF portföyündeki girişim sermayesi yatırımlarından çıkmanın yatırımcının zararına olacağını tespit etmesi halinde mümkün olup, SPK'ya bildirilmesi zorunludur.

Katılma paylarının fona iadesi imkanı, bir yatırım fonunun açık uçlu mu (*open-end*) yoksa kapalı uçlu mu (*close-end*) olarak değerlendirileceğinin belirlenmesinde önem arz etmektedir. Bu ayrım esasen Avrupa Birliği'nin 20 Aralık 1985 tarihli 85/611/EEC-UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*) Direktifi²⁶⁰'nde karşımıza çıksa da²⁶¹, öğretide Türk hukuku açısından da bu ayrımın tartışıldığı ve yatırım fonlarının sınıflandırılmasında kullanıldığı görülmektedir.

Kapalı uçlu fonlar, yatırımcılar yatırımlarını ancak fon süresinin sonunda iade alabilmekte olup, yatırımcıların yatırım yapması gereken tutar ve zaman aralığının belirli olduğu fonlardır²⁶². Yatırımcıların yatırdıkları miktarı sadece fon süresinin

²⁵⁸ GSYF Tebliği, m.16/2.

²⁵⁹ GSYF'ler bu noktada genel yatırım fonu düzenlemelerinden ayrılmaktadır. Yatırım Fonu Tebliği'ne göre, yatırım fonlarının bilgilendirme dokümanlarında fon katılma paylarının fon süresinin sonuna kadar fona iade edilemeyeceğinin düzenlenmesine imkan bulunmamaktadır. Yatırım fonlarının bu özelliğinin, kolektif yatırım kuruluşlarının açık uçlu (*open-end*) türüne dahil olmasından kaynaklandığına ilişkin açıklamalar için bkz.: Nomer Ertan, **a.g.e.**, s.133 vd., Yıldırım, **a.g.e.**, s.92.

²⁶⁰ Türkçe'ye "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yönelik Kolektif Yatırımlara İlişkin Yükümlülükler" şeklinde çevrilebilir.

²⁶¹ Kildokum, **a.g.e.**, s.12.

²⁶² Aydoğan Çete, **a.g.e.**, s.37.

sonunda iade alabilmesi, fon açısından likidite probleminin oluşmamasını sağlamaktadır²⁶³.

Açık uçlu fonlar, yatırımcıların fondan çıkış için fon süresinin bitimini beklemek zorunda olmadığı, fondan çıktıklarında ana para ve getirilerini derhal alabildikleri fonlardır²⁶⁴.

Türk hukukunda düzenlenen GSYF'lerin açık uçlu mu kapalı uçlu mu olduğu konusunda farklı görüşler bulunmaktadır. Bir görüşe²⁶⁵ göre GSYF'ler, belirli bir yatırım takvimi doğrultusunda yatırımlarını tamamlamak için kurulduğu için kapalı uçlu olarak değerlendirilmektedir. Bir diğer görüş²⁶⁶ ise öğretide GSYF'leri yarı açık uçlu olarak değerlendirmektedir. Zira fon katılma paylarının fona iade edilebilmesi fonun açık uçlu olduğunu ortaya koymaktayken, fonun bir üst limit ile yani belirli bir tutar ile kurulması yarı açık uçlu olarak değerlendirilmesine sebep olmaktadır. SPK'nın da bir üyesi olduğu Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü'nün (*International Organization of Securities Commissions - IOSCO*) 2018 tarihli raporunda ise Türkiye'deki GSYF'ler fona katılma ve katılma paylarının fona iade usulünün serbestçe belirlenebilmesi açısından açık uçlu, içtüzük ve ihraç belgesinde katılma paylarının ancak fon süresinin sonunda nakde dönüştürülebileceğinin belirlenmesi halinde ise kapalı uçlu olarak değerlendirileceği belirtilmiştir²⁶⁷. Bizim de kanaatimiz, her bir GSYF'nin kendi içtüzüğü bakımından kapalı uçlu mu açık uçlu mu olarak değerlendirileceğinin ayrı ayrı incelenmesi gerekeceği yönündedir.

²⁶³ Dünyadaki girişim sermayesi yatırım fonlarının uygulamasına bakıldığında, Avrupa Birliği formatında girişim sermayesi fonlarının kapalı uçlu olarak kurulduğu görülmektedir. Detaylı açıklama için bkz.: Aydoğan Çete, **a.g.e.**, s.75.

²⁶⁴ **A.e.**, s.38; Dünya uygulamasında açık uçlu olarak kurulan girişim sermayesi fonlarına Amerika Birleşik Devletleri ve *Anglo-Saxon* modelinde rastlanmaktadır. Detaylı açıklamalar için bkz: Aydoğan Çete, **a.g.e.**, s.37-38.

²⁶⁵ Demir, **a.g.e.**, s.33.

²⁶⁶ Aydoğan Çete, **a.g.e.**, s.75.

²⁶⁷ The Board of The International Organization of Securities Commissions, **Open-ended Fund Liquidity and Risk Management - Good Practices and Issues for Consideration - Final Report**, 2018, s.10, (Çevrimiçi) https://www.iosco.org/v2/publications/?subsection=public_reports, 29 Haziran 2024.

IV. Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Süresi ve Tasfiyesi

Türk hukukunda GSYF'leri incelerken son olarak, GYSF'lerin süresine ve tasfiyesine ilişkin hukuki çerçeveyi ele alacağız.

A. Fon Süresi

GSYF'lerin süresi fon içtüzüğü ile belirlenir ve fon ihraç belgesinde de bu süreye yer verilmesi gerekir²⁶⁸. Fon içtüzüğünde ve ihraç belgesinde, fon süresinin değiştirilebileceğine dair hüküm bulunabilir. Bu halde fon süresinin uzatılması için kurucu tarafından SPK'ya başvurulabilir. Bu değişiklik bir içtüzük değişikliği hükmü ihtiva edeceğinden, başvuru, inceleme ve değerlendirme sürecinde fon içtüzüğünün değişikliğine ilişkin usul ve esaslar uygulanır²⁶⁹.

B. Fonun Tasfiyesi

GSYF, içtüzükte belirtilen sürenin sona ermesi ile sona erer. GSYF Tebliği'nin 31'inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca GSYF'nin sona ermesi ve tasfiyesine ilişkin hususlarda Yatırım Fonu Tebliği'nin ilgili hükümleri kıyasen uygulanır.

Fon süresi sona erdiğinde, fonu oluşturan malvarlığı fon içtüzüğünde yer alan ilkelere uygun şekilde tasfiye edilir. Tasfiyeden elde edilen bakiye, katılma paylarının sahiplerine payları oranında dağıtılır. SerPK'nın 53'üncü maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca tasfiye durumunda katılma payı sahiplerinden başkasına herhangi bir ödeme yapılamaz²⁷⁰. Bu hüküm ile kanun koyucu, fon malvarlığı ile portföy yönetim şirketinin malvarlığının ayrılığı ilkesine vurgu yapmıştır²⁷¹. Tasfiye anından sonra yeni katılma payı ihraç edilemez veya fon tarafından iade alınamaz²⁷².

²⁶⁸ GSYF Tebliği, m.4/2.

²⁶⁹ GSYF Tebliği, m.31.

²⁷⁰ Paralel bir diğer düzenleme için bkz.: Yatırım Fonu Tebliği, m.28/2.

²⁷¹ Balcı, Turan, **a.g.e.**, s.1198; Yıldırım, **a.g.e.**, s.70.

²⁷² Yatırım Fonu Tebliği, m.28/2.

Fon kurucusunun iflas etmesi veya tasfiyesi halinde SPK fonu, başka bir portföy yönetim şirketine tasfiye edilmesi amacıyla devreder. Bunun için yapılan masraflar fona yansıtılamaz²⁷³.



²⁷³ Yatırım Fonu Tebliği, m.29.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM FONLARININ YATIRIMLARI

Çalışmamızın ikinci bölümünde genel itibariyle girişim sermayesi yatırım fonlarını Türk Hukuku bakımından incelemiştik. Bu bölümde ise girişim sermayesi yatırım fonlarının yatırım türleri, bu yatırımlara ilişkin sözleşmeler ile fonun malvarlığı inceleyecek ve bu yatırımlarla ilgili mevzuatta düzenlenen vergi istisnalarını kısaca açıklayacağız.

I. Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Yatırımları

GSYF'lerin ana faaliyeti girişim sermayesi yatırımlarından oluşan portföyü işletmektir²⁷⁴. Ancak GSYF'lerin portföyleri, girişim sermayesi yatırımlarının yanında belli bir orana kadar farklı varlık ve işlemleri de içerebilirler. Bu başlık altında GSYF'lerin hem girişim sermayesi yatırımlarını hem de diğer yatırım araçları ile bu yatırımlara ilişkin karşımıza çıkan birtakım temel kavramlar ve sözleşmeler inceleyeceğiz.

A. Girişim Sermayesi Yatırımları

GSYF Tebliği'nin 19'uncu maddesinin birinci fıkrası uyarınca, GSYF portföyünün toplam değerinin en az %80'inin bir veya daha fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması zorunludur. Zira daha öncesinde de bahsettiğimiz üzere GSYF'lerin ana faaliyet konusu girişim sermayesi yatırımları yapmak ve bu yatırımlardan oluşan fon portföyünü işletmektir. GSYF Tebliği'nde hangi yatırımların mevzuat uyarınca girişim sermayesi yatırımı sayıldığı düzenlenmekle birlikte bu yatırımlarla ilgili bazı sınırlamalar da getirilmiştir. GSYF'lerin söz konusu girişim sermayesi yatırımlarını gerçekleştirirken, belirlenen sınırlamalara da riayet etmesi gerekmektedir.

²⁷⁴ GSYF Tebliği, m.4/3.

1. Girişim Sermayesi Yatırımları

a. Girişim Şirketi

Girişim sermayesi yatırımlarını incelemeden önce, bu yatırımları incelerken sıkça karşımıza çıkan bir temel kavram olan girişim şirketini ve girişim şirketine ilişkin gerek mevzuatta gerek öğretide kullanılan bazı tanımları açıklamak uygun olacaktır.

Uygulamada, “girişim şirketi” kavramının bir karşılığı olarak “*start-up*” ifadesinin kullanıldığına sıkça rastlanılmaktadır. *Start-up* kavramının neyi ifade ettiğine çalışmamızın ilk bölümünde detaylıca değinmiştik. Tekrar hatırlatmak gerekirse geniş anlamı ile *start-up*²⁷⁵, yeni bir girişime başlamış şirketleri ifade etmektedir. Ancak Türk hukukunda çeşitli düzenlemelerde, ilgili düzenlemenin kapsamında giren girişim şirketlerini belirleyebilmek adına daha sınırlı girişim şirketi tanımları kullanılmıştır²⁷⁶.

Mevzuatta yer alan girişim şirketi tanımlamalarına örnek vermek gerekirse; GSYO Tebliği’nde girişim şirketi “*Türkiye’de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri ifade eder.*” şeklinde tanımlanmıştır. Ayrıca yine GSYO Tebliği’nde “*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 gereklidir.*”²⁷⁷ denilerek girişim şirketlerinin amacının ilgili piyasada bir yenilik ortaya koymak olduğunun altı çizilmiştir. Kitle Fonlaması Tebliği’nde ise girişim şirketlerinin teknoloji faaliyeti veya üretim faaliyetinde bulunan şirketler olabileceği belirtilerek²⁷⁸ farklı bir sınırlama getirilmiştir.

Çalışmamızın konusunu oluşturan GSYF Tebliği’nde girişim şirketi, “büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip, operasyonel, üretim ya da satış

²⁷⁵ Marangoz, **a.g.e.**, s.35.

²⁷⁶ Akdağ, **a.g.e.**, s.9.

²⁷⁷ GSYO Tebliği, m.21/1.

²⁷⁸ Kitle Fonlaması Tebliği, m.23/1.

performansının geliştirilmesi suretiyle yüksek getiri beklentisi sunan ve verilecek finansal ve/veya kurumsal destekle faaliyet amaçlarını gerçekleştirebilecek durumda olan şirket” olarak tanımlanmıştır²⁷⁹. GSYF Tebliği’ne göre bir projeyi gerçekleştirmek amacıyla faaliyet gösteren şirketler de girişim şirketi olarak değerlendirilirler. Bu tanım incelendiğinde girişim şirketlerinin öne çıkan özellikleri: katma değer üretme potansiyeline sahip olma, operasyonel, üretim ya da satış performansı geliştirildiği takdirde yüksek getiri elde etmesi beklenen ve finansal veya kurumsal destekle faaliyet amaçlarını gerçekleştirebilecek durumda olmaktır.

Bu noktada KOBİ kavramına da değinmenin gerekli olduğunu değerlendiriyoruz. KOBİ Yönetmeliği’nde, KOBİ *"ikiyüzelli kişiden az çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri ikiyüzelli milyon Türk Lirasını aşmayan ve bu Yönetmelikte mikro işletme, küçük işletme ve orta büyüklükteki işletme olarak sınıflandırılan ekonomik birimleri veya girişimler"* olarak tanımlanmıştır²⁸⁰. Tanımın hiçbir ek sınırlama içermemesi, bu şartları karşılayan girişim şirketlerinin de bu kapsama dahil olabileceğini göstermektedir. Ancak her KOBİ’nin bir girişim şirketi olarak kabul edileceği anlaşılmamalıdır. Zira bir KOBİ’nin GYSF Tebliği kapsamında girişim şirketi olarak değerlendirilmesi için yukarıda açıkladığımız şekilde, GYSF Tebliği’nde öngörülen nitelikleri taşıması gerekmektedir.

GSYF’ler tarafından bir girişim şirketine yatırım, çalışmamızın devamında inceleyeceğimiz yatırım yöntemlerine göre değişmekle birlikte, genel olarak çeşitli açılardan destekleri içermektedir. Finansal desteğin yanı sıra girişim şirketine insan kaynakları ve finansal konularda danışmanlık desteği de verilebilmektedir. Bu şekilde şirketin kurucu ve yönetici takımının gelişmesi sağlanır. Bu destek, GSYF Tebliği’nde girişim şirketinin özellikleri arasında sayılan *“operasyonel olarak geliştirildiği takdirde yüksek getiri elde etmesi beklenen şirket olma”* özelliğinin bir yansımasıdır. GSYF tarafından girişim şirketine sağlanabilecek bir diğer destek türü ise şirketin müşteri gelişimi, büyüme stratejisi ve bunun için gerekli *know-how* desteğidir. Bu destek ise, girişim şirketinin *“üretim ve satış performansı geliştirildiği*

²⁷⁹ GSYF Tebliği, m.3/1-f.

²⁸⁰ KOBİ Yönetmeliği, m.4/1-b.

*takdirde yüksek getiri elde etmesi beklenen şirket olma” özelliğinin bir sonucudur*²⁸¹. Anlaşılabacağı üzere GYSF’ler tarafından girişim şirketlerine yapılan destekler, sadece fon sağlamanın ötesinde, adeta bir mentorluk sağlama şeklinde de olabilmektedir.

GSYF Tebliği’ne göre girişim şirketleri anonim şirket veya limitet şirket şeklinde kurulabilirler. Ancak girişim şirketi limitet şirket türündeysen, GSYF tarafından yatırımın yapıldığı yılı takip eden bir yıl içinde anonim şirkete dönüştürülmek zorundadır²⁸². Tebliğ uyarınca girişim şirketlerinin Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olması ya da yatırımın yapıldığı tarihte yurt dışında kurulu ise son yılın finansal tablolarına göre varlıklarının en az %80’inin Türkiye’de kurulmuş bağlı ortaklık ya da iştiraklerden oluşması gerekir.

Bir girişim şirketinin halka açılması ve paylarının borsada işlem görmeye başlaması halinde de GSYF’nin portföyünde yer alan şirketin payları girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilmeye devam eder.

Uygulamada girişim şirketlerinin çeşitli nedenlerle faaliyetlerini yurt dışına (özellikle Amerika Birleşik Devletleri’ne) taşıdığı görülmektedir²⁸³. Şirketin bu şekilde operasyonel faaliyetlerini büyütmek amacıyla merkezini yurt dışına taşıması veya yurt dışında yeni bir şirket kurarak faaliyetlerine devam etmesi halinde, bu şirkete yapılan yatırımlar girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilmeye devam edilir. Ancak bu aşamadan sonra, başka bir deyişle girişim şirketi merkezini yurt dışına taşıdıktan sonra ilgili şirkete yapılacak yeni yatırımlar girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilmez. Bu yatırımlar, GSYF’lerin diğer yatırım türlerinden olan “*yurt dışında yerleşik olup borsada işlem görmeyen ve gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere yapılan yatırımlardan*²⁸⁴” olarak değerlendirilir.

b. Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Esaslar

GSYF’lerin yatırımlarının %80 gibi büyük bir bölümünün girişim sermayesi yatırımlarından oluşması zorunludur. Bu nedenle GSYF Tebliği uyarınca hangi

²⁸¹ Aydoğan Çete, **a.g.e.**, s.78-79.

²⁸² GSYF Tebliği, m.18/2.

²⁸³ Girişim şirketlerinin globalleşme süreci ve faydaları hakkında detaylı bilgi için bkz: Hacıpaşaoğlu, Şencan, **a.g.e.**, s.119 vd.; Flip-up ya da flipping olarak tanımlanan bu sürecin detaylı olarak açıklaması için bkz.: Akdağ, **a.g.e.**, s.144 vd.

²⁸⁴ GSYF Tebliği, m.23/3.

yatırımların girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirileceğinin tespiti önem arz etmektedir. Girişim sermayesi yatırımları kapsamında GSYF'ler²⁸⁵;

- Girişim şirketlerine doğrudan veya dolaylı olarak²⁸⁶ sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak olabilirler veya girişim şirketlerinin kurucusu olabilirler.
- Payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına ve bu şirketlerin fon kullanıcısı olduğu kira sertifikalarına yatırım yapabilirler.
- Sadece GSYF Tebliği'nde tanımlanan girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kurulan kolektif yatırım kuruluşlarına doğrudan yatırım yapabilirler. Kolektif yatırım yapma amacıyla kurulan bu kuruluşların yatırımlarından kaynaklanan riskin, kuruluşun yatırıma yönlendirdiği anapara miktarı ile sınırlı olması gerekir.
- GSYO'lar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.
- Diğer GSYF'lerin katılma paylarına yatırım yapabilirler.
- Halka açık girişim şirketlerinin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapabilirler.
- Payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman sağlayabilirler.
- Faaliyet konusu sadece GSYF Tebliği'nde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapmak olan özel amaçlı anonim şirkete ortak olabilirler. Bu özel amaçlı şirketler yurt içinde veya yurt dışında kurulu olabilirler.
- Yalnızca girişim şirketlerine kullandırılan veya kullandırılacak olan kredilere dayalı menkul kıymetlere ya da faizsiz finansmana dayalı

²⁸⁵ GSYF Tebliği, m.18/3.

²⁸⁶ GSYF'lerin girişim şirketlerine dolaylı olarak yatırım yapması sadece, faaliyet konusu GSYF Tebliği'nde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapmak olan yurt içinde veya yurt dışında kurulu özel amaçlı şirketlerin ya da bu girişim şirketlerine yatırım yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım yapma amacıyla kurulan kuruluşların aracılığıyla mümkündür. (GSYF Tebliği, m.13/3-a)

olarak ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapabilirler.

- Faaliyet konusu sadece GSYF Tebliği'nde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapmak olan özel amaçlı anonim şirketlerin veya kolektif yatırım amacıyla yurt dışında kurulu kuruluşların borçlanma araçlarına veya bunların fon kullanıcısı olduğu kira sertifikalarına yatırım yapabilirler.
- Girişim şirketlerinin paylarının vadeli olarak satılması durumunda bu işlemlerden oluşan alacaklar veya bu şirketlerin paylarının satın alınması için avans verilmesi durumunda bu avanslar da girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilir.
- Girişim şirketlerinin paylarını satın alma hakkı veren opsiyon sözleşmelerinin primleri girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilir.

Yukarıda sayılan yatırımlar, GYSF Tebliği'nin 18'inci maddesi uyarınca girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilmektedir. Görüleceği üzere, GYSF'lerin girişim sermayesi yatırımları, yalnızca girişim şirketlerinin paylarının satın alınması yöntemiyle bu şirketlere yatırım yapılmasıyla sınırlı olmayıp, GYSF Tebliği'nde sonucu girişim şirketine fon sağlanması olan çeşitli yatırım yöntemleri öngörülmüştür.

2. Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sınırlamalar

GSYF'lerin girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin GSYF Tebliği'nin 19'uncu maddesinde birtakım sınırlamalar getirilmiştir. Bu sınırlamalara göre GSYF malvarlığının toplam değerinin en az %80'inin bir veya daha fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması gerekmektedir. Bir hesap dönemi içerisinde GSYF portföyünün toplam değerinin en az %10'u değerinde KOBİ Yönetmeliği'nde sayılan nitelikleri haiz girişim şirketlerine doğrudan yatırım yapılması halinde, %80 oranındaki portföy sınırlaması %51 olarak uygulanır. Bu sınırlamalar, fonun hesap dönemi sonundaki toplam değer tablosuna göre hesaplanır.

Girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin asgari yatırım sınırlarının ihlal edilmesi sonucunu doğurabilecek katılma payı alma ve iade etme işlemleri, girişim sermayesi yatırımlarından kar payı ve faiz tahsil edilmesi, girişim sermayesi yatırımlarından çıkış gerçekleştirilmesi, girişim sermayesi yatırımlarının değerinin düşmesi, girişim şirketinin iflas yahut diğer bir nedenle sona ermesi veya mahkemece şirketin feshine karar verilmesi veya girişim sermayesi yatırımları dışındaki yatırımların değerlerinin artması gibi durumlarda SPK'dan bu durumun düzeltilmesi için süre talep edilebilir. SPK bu talebi uygun görürse, yatırım sınırlamalarının tekrar sağlanması için söz konusu ihlalin olduğu hesap döneminin sonundan itibaren kurucuya ve varsa portföy yöneticisine süre verebilir. Bu süre sonunda da yatırım sınırlamalarına uyum sağlanamazsa, fonun yatırım faaliyetlerine son verilir ve en geç iki yıl içerisinde fonun tasfiyesi için SPK'ya başvurulur. SPK tarafından tasfiyeye izin verilmesini akabinde fon içtüzüğü'nün ticaret sicilinden terkin ettirilmesi zorunludur.

3. Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sözleşmeler

GSYF Tebliği'nin 21'inci maddesine göre GSYF'ler girişim şirketlerine ortaklık hakkı veren yatırım yaparken, GSYF ile girişim şirketinin kontrolünü elinde bulunduran ortakları arasında pay sahipliği sözleşmesi imzalanır. Bunun yanında, yine GSYF Tebliği'nin 18'inci maddesinin birinci fıkrasının f bendine göre GSYF'ler girişim şirketlerine yatırım yaparken borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman sözleşmesi imzalayarak da yatırım yapabilmekte olup, bu sözleşme de sonucu itibarıyla GSYF'nin girişim şirketinde ortaklık hakkı elde etmesini sağlayabilmektedir. Çalışmamızın bu kısmında bu iki sözleşme türünü özel olarak incelemenin uygun olacağı değerlendiriyoruz.

a. Pay Sahipliği Sözleşmesi

Yukarıda da ifade edildiği üzere GSYF'lerin girişim şirketlerine yapacağı yatırım, girişim şirketinde ortaklık hakkı veren bir yatırım ise GSYF ile girişim şirketinin kontrolünü elinde bulunduran mevcut ortakları arasında bir pay sahipliği sözleşmesi imzalanır²⁸⁷. Ancak GSYF'nin yatırım yapılacak girişim şirketinin

²⁸⁷ Adıgüzel, a.g.e., s.360.

paylarının tamamını iktisap etmesi veya girişim şirketinin kontrolünü elde etmesi halinde bu sözleşme imzalanmak zorunda değildir.

Literatürde daha çok “pay sahipleri sözleşmesi” olarak anılan ancak GSYF Tebliği’nde yaygın kullanımın dışına çıkılarak “pay sahipliği sözleşmesi” kullanımına başvurulmuş bu sözleşmeler, bir anonim şirketin pay sahipleri arasında, tarafların arasındaki hukuki ilişkiyi ve şirketin tabi olmasını istedikleri sistemi düzenleyen sözleşmeleri ifade eder²⁸⁸. Bu sözleşmelere ilgili şirketin mevcut pay sahiplerinin bir kısmı veya tamamı ortak olabileceği gibi, muhtemel pay sahipleri ve ilgili başka 3. kişiler de taraf olabilmektedir²⁸⁹. Sözleşmede yatırım yapılan girişim şirketinin nasıl yönetileceği başta olmak üzere GSYF’nin ve diğer pay sahiplerinin haklarına ve yükümlülüklerine yer verilir. Sözleşmenin amacı, pay sahipleri arasındaki ilişkileri düzenlemek ve şirket yönetiminde bir düzen sağlamaktır²⁹⁰. Sözleşme, borçlar hukukuna tabi, ihtiyari bir sözleşmedir. Zira pay sahipliği sözleşmesi, TBK’da, TTK’da veya diğer kanunlarda özel olarak düzenlenmemiş bir sözleşme olup, bir anonim şirketin kuruluşu için zorunlu olmaması nedeniyle ihtiyari niteliktedir²⁹¹. Pay sahipliği sözleşmesi her ne kadar niteliği itibarı ile ihtiyari olsa da GSYF Tebliği’nin 21’inci maddesi uyarınca, tebliğ hükmünde belirtilen istisna hariç olmak üzere, GSYF’lerin girişim şirketlerinde doğrudan ortaklık hakkı veren yatırımlarda bu sözleşmenin imzalanması zorunludur. Sözleşme özgürlüğü ilkesi çerçevesinde, tarafların ortak iradelerine göre imzalanan pay sahipliği sözleşmesi²⁹², kanunla düzenlenmeyen atipik bir sözleşme olması itibarıyla bir borçlar hukuku sözleşmesi olup, uygun düştüğü ölçüde TBK’nın adi ortaklık hükümlerine veya TBK’nın genel hükümlerine tabidir²⁹³.

Pay sahipliği sözleşmesi, sözleşme içeriğine bağlı olarak borçlar hukukuna göre tek tarafa borç yükleyen, iki tarafa borç yükleyen veya adi ortaklık sözleşmesi

²⁸⁸ İnce, a.g.e., s.60; Gülşah Yılmaz, **Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı Ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı**, İzmir, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s.14.

²⁸⁹ İlksen Duman, **Anonim Şirketlerde Oy Hakkına İlişkin Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s.29, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 13 Ağustos 2024; İnce, a.g.e., s.61.

²⁹⁰ Ayşe Selin Kavgır, **Pay Sahipleri Sözleşmesinde ve Esas Sözleşmede Yer Verilen Opsiyon Haklarının Etki ve Sonuçları**, s.126, <https://tez.yok.gov.tr/>, 13 Ağustos 2024.

²⁹¹ A.e., s.16.

²⁹² Kerem Bilge, **Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2017, s.14.

²⁹³ Duman, a.g.e., 26.

niteliğini haiz olabilmektedir. Sözleşme hükümleri uyarınca yalnızca bir taraf borç altına giriyorsa tek tarafa borç yükleyen sözleşme, taraflar karşılıklı olarak borç yükleniyorlarsa iki tarafa borç yükleyen sözleşme, taraflar ortak bir amacı gerçekleştirmek için bir araya gelmişse adi ortaklık sözleşmesi olarak kabul edilmektedir²⁹⁴.

Pay sahipliği sözleşmesi sadece sözleşmeye taraf olan kişiler açısından bağlayıcı olup, sözleşmeye taraf olmayan üçüncü kişilere karşı ileri sürülemeyecektir. Bu bağlamda pay sahipliği sözleşmesi, borçlar hukukunun nisbilik ilkesi çerçevesinde değerlendirilir²⁹⁵. Buradan hareketle, GYSF'lerin taraf olduğu pay sahipliği sözleşmesi sayesinde elde etmeyi arzu ettiği hakların, sözleşmeye taraf olmayan kişilere karşı nasıl ileri sürüleceği veya bu hakların pratikte gerçekten elde edilip edilemeyeceği sorunu karşımıza çıkmaktadır. Pay sahiplerinin sözleşme ile üstlendikleri yükümlülükleri ihlal etmeleri halinde ancak TBK'nın borca aykırılığı düzenleyen hükümlerine ve eğer varsa sözleşmede yer alan sözleşmenin ihlali halinde uygulanacak yaptırım hükümlerine başvurulabilecektir. Ancak, yukarıda da ifade edildiği üzere pay sahipliği sözleşmesine, girişim şirketinin pay sahiplerinin yanı sıra üçüncü kişiler de taraf olabilmektedir²⁹⁶. Sözleşmeye taraf olabilecek üçüncü kişilerden biri -ve en önemlisi- de girişim şirketinin kendisidir. Girişim şirketlerinin bizzat kendi tüzel kişiliğinin pay sahipliği sözleşmesine taraf olması mümkündür²⁹⁷.

Diğer bütün borçlar hukuku sözleşmelerinde olduğu gibi, pay sahipliği sözleşmeleri de TBK'nın 27'nci maddesi uyarınca, kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kişilik haklarına, kamu düzenine uygun olarak düzenlenmelidir. Bu ilkelere aykırı sözleşme hükümleri kesin hükümsüzlük sonucunu doğurur. Pay sahipliği sözleşmeleri, borçlar hukuku temelinde değerlendirilse de şirketler hukukuyla da

²⁹⁴ A.e., s.36. İnce, a.g.e., s.66; Muhammed Sulu, "Pay Sahipleri Sözleşmelerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk ve Tahkim", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi** 8, No:2, s.515, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.55027/tfm.1051833>, 13 Ağustos 2024.

²⁹⁵ Kavdır, a.g.e., s.95.

²⁹⁶ Anonim şirketlerin pay sahipleri sözleşmesine taraf olup olmayacağına dair öğretide tartışmalar ortaya konulmuşsa da şirketlerin bu sözleşmelere taraf olmasının önünde hukuken bir engel olmadığına dair görüş oldukça baskındır. Söz konusu tartışmalara ilişkin daha detaylı inceleme için bkz.: Duman, a.g.e., s.32.

²⁹⁷ Sulu, a.g.e., s.515.

yakından ilişkilidir. TTK'nın anonim şirketlere ilişkin emredici hükümleri, bu sözleşmelerin kapsamını ve geçerliliğini doğrudan etkiler. TTK'nın emredici hükümlerine aykırı düzenlemeler geçersizlik yaptırımına tabi olabilecektir. Anonim şirket esas sözleşmesi, TTK'nın izin verdiği haller dışında, emredici hükümlere aykırı düzenlenemezken, pay sahipliği sözleşmeleri daha esnek bir yapıya sahiptir. Ancak bu esneklik, kamu düzenine veya ortaklık yapısına aykırı hükümleri içermemelidir²⁹⁸. Özetle, pay sahipliği sözleşmeleri hem borçlar hukukunun sağladığı esneklikten faydalanmakta hem de şirketler hukukunun çerçevesi içinde kalmaktadır. Ancak, bu sözleşmelerin geçerli olması için emredici hükümler, kamu düzeni ve ortaklık yapısı gibi temel ilkelerle uyumlu olması şarttır.

Girişim şirketinin tüzel kişiliğinin pay sahipliği sözleşmesine taraf olması, GSYF'nin ve diğer pay sahiplerinin sözleşme ile edinmeyi amaçladıkları hakları, şirketin tüzel kişiliğine karşı da ileri sürebilmeleri bakımından önem arz etmekte ve uygulamada sıkça kullanılan bir yöntem olarak karşımıza çıkmaktadır. Gerçekten de GSYF'nin sözleşme ile edinmeyi amaçladığı hak ve opsiyonları elde etmek için dolaylı yoldan sözleşmenin tarafı olan pay sahiplerine ileri sürerek, şirket içerisinde birtakım karar mekanizmalarını harekete geçirmeye çalışmasındansa, doğrudan şirkete başvurabilmesi pratik açıdan kolaylıklar sağlayabilecektir. Nitekim genel itibarıyla anonim şirketlerin pay sahiplerinin, ihtiyari olan bu sözleşmeyi akdetme amaçlarının, TTK'nın katı sınırlarından bir anlamda kurtularak, sözleşme özgürlüğü çerçevesinde aralarındaki hukuki ilişkiyi daha geniş kapsamlı bir şekilde belirleme arzusu olduğu değerlendirilmektedir²⁹⁹.

Yukarıda da ifade ettiğimiz üzere, pay sahipliği sözleşmesinde taraflar, birtakım hak ve opsiyonları elde etmeyi amaçlayabilmektedir. GSYF Tebliği'nin 21'inci maddesinin ikinci fıkrasına göre de GSYF'ler pay sahipliği sözleşmesiyle, birlikte satış, satışa katılma, ön alım gibi sözleşmesel haklar edinebilmekte ve sözleşme ile temettü politikası, pay alım ve satım opsiyonları veya GSYF'nin şirketten çıkış olanakları düzenlenebilmektedir³⁰⁰.

²⁹⁸ Duman, **a.g.e.**, s.41.

²⁹⁹ Sulu, **a.g.e.**, s.512, Duman, **a.g.e.**, s.102.

³⁰⁰ GSYF Tebliği, m.21/2.

TTK'nın 478'inci maddesinin ikinci fıkrası uyarınca anonim şirketlerde belirli pay gruplarına tanınacak imtiyazların, özel olarak esas sözleşme ile belirlenmesi gerekmektedir. Kurulu bir anonim şirketin, daha sonradan esas sözleşme ile belirli pay gruplarına imtiyaz tanımak istemesi halinde ise şirket sermayesinin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin olumlu oyunun alınması gerekmektedir³⁰¹. Pay sahiplerinin bu şekilde edineceği imtiyazlar, pay sahipliği sözleşmesi ile belirlenen opsiyonlardan farklı olarak nisbi nitelikte olmayıp, herkese karşı ileri sürülebilecektir. Ancak bu imtiyazların edinilebilmesi için öngörülen esas sözleşme değişikliği henüz organizasyonel yapısı oturmamış, belki daha kuruluş aşamasında olan girişim şirketleri açısından her zaman kolay olmayabilmektedir. Bununla birlikte imtiyazlarla ilgili TTK ile getirilen bu sınırlamaların, özellikle yüksek risk barındıran girişim sermayesi yatırımları yapan GSYF'ler bakımından aşılması gereken bir engel olduğu açıktır. Zira GSYF'lerin çeşitli koruma mekanizmaları geliştirmesi ve özellikle girişim şirketlerinden çıkış süreçlerini, GSYF'nin çalışma prensiplerine uygun hale getirmesi, GSYF'den katılma payı satın alan yatırımcıların menfaatlerinin korunması açısından önem arz etmektedir³⁰². Örneğin, tasfiye payında imtiyaz hakkı, batma riski oldukça yüksek kabul edilen girişim şirketlerine yatırım yapan GSYF'ler bakımından, olmazsa olmaz kabul edilebilecek bir imtiyazdır. Girişim şirketleri, iyi bir fikre veya sağlam bir iş planına sahip olsa bile, çoğunlukla faaliyet gösterdikleri piyasaya bir yenilik getirme amacı taşıdığından, piyasada tutunup tutunamayacağı bir risk ihtiva etmektedir. GSYF tarafından yüksek sayılabilecek meblağlarda yatırım yapılan girişim şirketinin tasfiyesi halinde, GSYF'nin tasfiye payını öncelikli olarak alması girişim sermayesi yatırımcılarının korunması için ihtiyaç duyulan bir imtiyazdır. Fakat bu imtiyazın girişim şirketinin esas sözleşmesine derç edilmeden edinilmesi mevcut hukuk düzeninde mümkün değildir. Bu açıdan, TTK'daki katı düzenlemelerin, girişim sermayesi yatırımları için elverişli olmadığını söylemek yanlış olmayacaktır.

İzah edilen nedenlerle GSYF'lerin, girişim şirketinin esas sözleşmesinin değiştirilmesi yöntemiyle elde etmesi güç olan imtiyazları, pay sahipliği sözleşmesi

³⁰¹ TTK, m.421/3.

³⁰² Gülşah Yılmaz, **a.g.e.**, s.52.

ile elde etmesi ve bu haklarını pay sahipliği sözleşmesinin taraflarına karşı ileri sürmesi tercih edilen bir yöntemdir. GSYF'ler, yatırım yaptıkları her bir girişim şirketinin kendine özgü niteliklerini dikkate alarak, profesyonel bir portföy yönetiminin gereğine uygun olarak, ilgili girişim şirketine yapılan yatırım açısından ihtiyaç duyulabilecek düzenlemelerin pay sahipliği sözleşmesinde yer almasını sağlayabilecektir. Bu nedenle pay sahipliği sözleşmesi, GSYF'lerin ve doğal olarak yatırımcıların menfaatlerinin korunması için büyük önem ihtiva etmektedir.

b. Borç ve Sermaye Finansmanı Karması Olarak Yapılandırılmış Finansman Sözleşmesi

GSYF'lerin girişim sermayesi yatırımlarının bir çeşidi olarak GSYF Tebliği'nde "*Payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman sağlanması*" da sayılmıştır. Bu finansman türüne literatürde ara finansman veya *mezzanine* finansman da denilmektedir³⁰³. Çalışmamızda ifade kolaylığı olması açısından, borç ve sermaye finansmanı olarak yapılandırılmış finansman yerine *mezzanine* finansman ifadesini kullanacağız.

Mezzanine finansman ne tam anlamıyla borç ne de tam anlamıyla öz kaynak olarak sınıflandırılabilen, karma bir finansal araçtır. Karma yapıdaki *mezzanine* sermaye, yatırım yapılan girişim şirketinin sermaye yapısında ödemede önceliği olan birinci derece borçlar (*senior debt*) ile öz kaynak (*equity*) arasında yer almaktadır. Bu sermaye türü, yabancı sermaye ile öz kaynak arasında bir köprü görevi görmek ve hem borç hem de öz kaynak finansmanının özelliklerini içermektedir. Dolayısıyla, *mezzanine* finansman, karma yapısıyla net bir şekilde borç veya öz kaynak finansmanı olarak sınıflandırılmayan tüm finansman türlerini tanımlamaktadır³⁰⁴.

Borç ve sermaye finansmanının karmasını teşkil edecek bütün finansman türlerinin, *mezzanine* finansman olarak kabul edilmesi nedeniyle, GSYF'ler

³⁰³ Selin Yeşildal, **Mezzanine (Ara) Finansmanın Girişim Şirketlerinin Finansmanında Kullanılması, GSYO ve GSYF'ler İçin Getirilebilecek Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, 2017, s.23, (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/yayinlar/kurul-yeterlik-etutleri/kurul-yeterlik-etutleri>, 15 Ağustos 2024.

³⁰⁴ A.e., s.13; Cihan Yıldız, **KOBİ'ler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri: Ara Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, 2017, s.18, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 15 Ağustos 2024.

açısından yapılacak yatırımlarda çok sayıda farklı finansal ürün geliştirilmesi mümkündür. Tebliğ’de bu finansman türünün işleyişiyle ilgili herhangi bir sınırlama getirilmediği için, GSYF’lere geniş bir hareket alanı bırakılmıştır. En çok bilinen mezzanine finansman yöntemleri olarak; ikinci derecede teminatsız borçlanma araçları (*subordinated debt*), paya dönüşebilir borçlar (*convertible debt*), varanlı borçlanma araçları (*bond with warrants*) ve şirkete iade edilebilir imtiyazlı payları (*redeemable preferred stock*) sayabiliriz³⁰⁵.

GSYF Tebliği uyarınca *mezzanine* finansmanın sağlanmasından önce, GSYF ve girişim şirketi arasında asgari olarak bu finansman türüne uygun vade ve faiz (veya kar payı) koşullarını içeren bir sözleşmenin akdedilmesi zorunludur. *Mezzanine* finansman türünün çok çeşitli borç ve sermaye finansmanının karması şeklinde oluşabileceği gibi, *mezzanine* finansman sözleşmesinin de farklı şekillerde düzenlenmesi söz konusu olabilmektedir. Ancak her durumda bu finansman sözleşmeleri, yatırımcı sözleşmeleri ve pay sahipliği sözleşmeleri gibi kanunla düzenlenmediği için atipik birer sözleşme olarak kabul edilecektir. Finansmanın mantığı, yatırımcının şirkete belli bir nakit aktarması ve bunun karşılığında şirketin de yatırımcıya faiz (veya kar payı) ödemesi ya da şirketten ortaklık ve benzeri haklar sağlamayı taahhüt etmesi olduğu için, her iki tarafın da bir borç altına girdiği açıktır. Bu bağlamda *mezzanine* finansman sözleşmelerinin genel itibarıyla iki tarafa borç yükleyen sözleşme niteliğini haiz olacağını söylemek mümkündür.

Mezzanine finansman sözleşmelerine bir örnek vermek gerekirse; paya dönüşebilir borç yönteminde yatırımcı (yani GYSF), girişim şirketine yatırım yapmak için bir para borcu yüklenmektedir. Girişim şirketi ise para alacağına karşılık olarak belirlenen bir tarihe kadar yatırım alması halinde söz konusu para borcunu paya dönüştürme, aksi takdirde borcu belirlenen faiziyle birlikte yatırımcıya geri ödeme borcu altına girmektedir. Girişim şirketi paya dönüştürme edimini, yatırım aldığı takdirde gerçekleştireceği sermaye artırımını ile ihraç edeceği payları yatırımcıya aktararak ifa edecektir. Girişim şirketinin, GSYF’den aldığı nakdi,

³⁰⁵ Mehmet Kuzu, “Sermaye Yapısı Kararlarında Alternatif Bir Finansman Yöntemi Olarak Mezzanine Finansman”, **Finans Alanında Güncel Yaklaşımlar**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2021, s.238; Yeşildal, a.g.e., s.13.

faiziyle birlikte ödeme borcu finansmana borçlandırıcı nitelik kazandırmakta olup, nakdi paya dönüştürme edimi ise sermaye yatırımı niteliği kazandırmaktadır³⁰⁶. Örnekten de anlaşılacağı üzere, tarafların üstlendikleri edimler karma nitelikte olup, her iki taraf da borç altına girmektedir.

B. Diğer Yatırımlar

Çalışmamızın önceki kısımlarında da açıkladığımız üzere GSYF'ler yatırımlarını, fonun toplam değerinin en az %80'inin girişim sermayesi yatırımlarından oluşacağı şekilde yapmakla yükümlüdürler. Ancak fonun kalan en fazla %20'lik kısmı girişim sermayesi yatırımlarından farklı diğer varlık ve işlemlerden oluşabilmektedir. Çalışmamızın bu bölümünde söz konusu diğer varlık ve işlemler ile GSYF'lerin girişim sermayesi yatırımları dışındaki varlık ve işlemlerine ilişkin sınırlandırmaları anlatacağız.

1. Fonun Yatırım Yapabileceği Diğer Varlık ve İşlemler

GSYF Tebliği'nin 4'üncü maddesinin üçüncü fıkrasına göre GSYF'ler, girişim sermayesi yatırımlarına ilave olarak şu varlık ve işlemler aracılığıyla yatırım yapabilirler:

- Özelleştirme kapsamına alınanlar da dahil olmak üzere Türkiye'de kurulan anonim ortaklıklara ait paylar, özel sektör ve kamu borçlanma araçları,
- Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar³⁰⁷ hükümleri çerçevesinde alım satımı yapılabilen, yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık payları,
- Vadeli mevduat hesabı ve katılma hesabı,
- Yatırım fonu katılma payları,
- Repo ve ters repo işlemleri, vaad sözleşmeleri ile taahhütlü işlem pazarında gerçekleştirilen işlemler,
- Kira sertifikaları ve gayrimenkul sertifikaları,
- Varantlar ve sertifikalar,

³⁰⁶ Akdağ, **a.g.e.**, s.229.

³⁰⁷ 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulmuştur.

- Takasbank para piyasası işlemleri ve yurtiçi organize para piyasası işlemleri,
- Türev araç işlemlerinin nakit teminatları ve primleri,
- İpoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetler, teminatlı menkul kıymetler, SPK tarafından uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri,
- Yurtdışında yerleşik olup borsada işlem görmeyen, gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere yapılan yatırımlar,
- Altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı para ve sermaye piyasası araçları,
- SPK tarafından uygun görülen diğer yatırım araçları.

Sayılan yatırım araçlarından da anlaşılacağı üzere GSYF’ler girişim sermayesi yatırımlarının yanı sıra, portföylerindeki nakdi, çeşitli başka yatırım araçlarıyla da değerlendirebilmektedir. Ancak bu yatırımlar, girişim sermayesi yatırımlarının yanında değer olarak oldukça düşük bir orana sahip olacaktır. Zira GSYF’lerin ana faaliyeti girişim sermayesi yatırımlarından oluşan portföyü işletmektir. Bu nedenle sayılan diğer yatırım türleri için sınırlamalar getirilmiştir.

2. Yatırım ve İşlem Sınırlamaları

GSYF’lerin, girişim sermayesi dışında yatırım yapabileceği diğer varlık ve işlemler açısından GSYF Tebliği’nde birtakım sınırlamalar bulunmaktadır³⁰⁸. Tebliğde yer alan sınırlamalara ilave olarak diğer varlık ve işlemlere yapılacak yatırımların yönetiminde, fon bilgilendirme dokümanlarında yazılı yatırım stratejileri uygulanır ve belirlenen limitlere uyulur.

Mevzuatta yer alan sınırlamalara göre GSYF’ler, sermaye piyasası araçlarını açığa satamazlar, kredili menkul kıymet işlemi yapamazlar ve sermaye piyasası araçlarını ödünç alamazlar. Bu sınırlamalar, açığa satış, kredili alım ve ödünç işlemlerinin barındırdığı riskler nedeniyle, fon malvarlığını ve dolayısıyla

³⁰⁸ GSYF Tebliği, m.23.

yatırımcıları koruma fonksiyonunun yanı sıra, piyasa manipülasyonunun da önüne geçme amacının bir sonucudur³⁰⁹.

GYSF Tebliği ile düzenlenen bir diğer sınırlama ise, GSYF'lerin yalnızca portföylerini risklere karşı korumak için türev araçlara taraf olabilmesidir. Bir GSYF'nin türev araçlara taraf değerinin olabilmesi için içtüzüğünde özel düzenleme bulunması gerekir. Taraf olunan türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı, hesap dönemi sonundaki fonun toplam değerinin %20'sini geçemez.

Diğer varlık ve işlemler açısından GSYF'ler, yurt dışında yerleşik olan ve payları borsada işlem görmeyen, gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere, doğrudan ya da yurt dışında kurulu kolektif kuruluşları veya faaliyet alanı münhasıran girişim şirketlerine yatırım yapmak olan özel amaçlı şirketler aracılığıyla dolaylı olarak, sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak olabilirler. Bu şirketlerin kurucusu olabilirler. Bu yatırımlar girişim sermayesi yatırımlarının sınırlamalarına dahil edilmez ve fonun toplam değerinin %10'unu aşamaz. Bu yatırımların yapılmasını takip eden dönemde, bu şirketlere ilave yatırım yapılmaması şartıyla, mevzuatta belirlenmiş olan nedenlerle³¹⁰ %10'luk sınıra veya girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin sınırlamalara uyulamaması halinde, söz konusu sınırlamalara uyum sağlanabilmesi adına SPK'dan süre talep edilebilir. SPK bu talebi incelerken GSYF'nin bahse konu şirketten çıkış yapması için gerekli süreyi de hesaba katabilir. GSYF tarafından yapılan bu yatırımların değerlemesi, GSYF'nin girişim sermayesi yatırımlarının değerlemesine ilişkin değerlendirme esaslarına göre yapılır. Bu değerlendirme esaslarına çalışmamızın sonraki kısımlarında değineceğiz.

Bir GSYF'nin içtüzüğünde ve ihraç belgesinde, fonun faaliyetlerinin ve yatırımlarının, katılım finans ilkelerine uygun şekilde yerine getirileceği bilgisine yer verilmesi mümkündür. Bu durumda kurucu veya varsa yönetici, GSYF'nin yatırım yaptığı araçların katılım finans ilke ve prensiplerine uyumlu olmasını temin etmek

³⁰⁹ Akdağ, **a.g.e.**, s.21-22.

³¹⁰ Bu nedenler GSYF Tebliği'nin 19'uncu maddesinin üçüncü fıkrasında şu şekilde sayılmıştır: *"...asgari yatırım sınırlarına aykırılık sonucunu doğurabilecek katılma payı alım ve iade işlemleri, girişim sermayesi yatırımlarından kar payı ve faiz tahsil edilmesi, girişim sermayesi yatırımlarından çıkış gerçekleştirilmesi, girişim sermayesi yatırımlarının değerinin düşmesi, girişim şirketinin iflas yahut diğer bir nedenle sona ermesi veya mahkemece şirketin feshine karar verilmesi veya girişim sermayesi yatırımları dışındaki yatırımların değerlerinin artması gibi arızı durumlar..."*

zorunda olacaktır. Yani katılım finans ilkelerine göre çalışan bir GSYF, diğer yatırımlarına ilişkin yukarıda açıkladığımız sınırlamalara ilave olarak, katılım finans ilke ve standartlarına uygun düşmeyen yatırım araçlarına da yatırım yapamayacaktır. Örneğin, mevzuatta belirlenen sınırlamalara uygun olsa dahi, GSYF portföyünde bulunan nakdi, bankaların faiz getirisi elde edilen vadeli mevduat hesaplarına yatıramayacak, ancak katılım bankalarının katılma hesaplarında değerlendirebilecektir³¹¹.

Bu noktada, her ne kadar, GSYF'ler tarafından yatırım yapılan bir yatırım aracı olmasa da GSYF'lerin kendi kredi işlemlerine ve repo işlemlerine ilişkin mevzuatta düzenlenen sınırlamalara³¹² da GSYF'lerin işlem sınırlamaları kapsamında değinmek uygun olacaktır. Zira, girişim şirketlerinin GSYF'ler aracılığıyla veya diğer girişim sermayesi yatırım yöntemleriyle finansmana erişebilmeleri nasıl önemliyse, girişim şirketlerinin finansmanında rol alan GSYO'lar, melek yatırımcılar ve GSYF'ler gibi özel ama amaçlı kurumların finansmana erişmesi de bir o kadar önem arz etmektedir³¹³. Bu kapsamda GSYF'lerin kredi kullanması veya katılım finans ilkelerine uygun olarak faizsiz finansman kullanabilmesi mümkündür. Ancak bunların toplam tutarı, fonun toplam değerinin %50'sini aşamaz. Kredinin veya finansmanın kullanıldığı hesap dönemi ile bundan sonraki hesap dönemlerinin sonunda açıklanan fiyat raporlarında da bu oran sınırlamasına uyum sağlanması gerekmektedir. Kredi veya finansmanın kullanılması halinde, buna ilişkin detaylar hesap dönemini takip eden 30 gün içerisinde katılma payı sahiplerine bildirilmek zorundadır. Yapılan bildirimde asgari olarak kredi veya finansmanın niteliği, tutarı, faizi veya kar payı, ödenen komisyon ve masraflar, alındığı tarih ve hangi kuruluştan alındığı ile geri ödeme tarihine ilişkin bilgiler yer alır.

Fonun repo işlemleri bakımından, fon portföyünde yer alan repo işlemine konu edilebilecek varlıkların rayiç değerinin %10'u ile sınırlı olmak üzere borsada ya

³¹¹ Dede, **a.g.e.**, s.194.

³¹² GSYF Tebliği, m.26.

³¹³ Yeşildal, **a.g.e.**, s.30.

da borsa dışında repo yapılması veya Takasbank Para Piyasası işlemleri yapılması mümkündür.

II. Fon Malvarlığı

A. Kaynak Taahhüdü

Kaynak taahhüdü, GSYF'leri diğer yatırım fonlarından ayıran unsurlardan biridir. GSYF katılma payı sahipleri, GYSF'ye yatırım yaparken bir kaynak aktarma/nakit ödeme taahhüdünde bulunmak yani kaynak taahhüdünde bulunmak zorundadırlar.

Fon malvarlığının oluşturulabilmesi ve akabinde yönetilebilmesi için, katılma paylarını satın alan yatırımcıların kaynak taahhüdünde bulunması ve bunu ödemeleri gerekir. GSYF Tebliği'nin 22'nci maddesi uyarınca kurucu, nitelikli yatırımcıların bir defada veya farklı tarihlerde ödenmek üzere kaynak taahhüdünde bulunmalarını talep etmelidir. Toplam kaynak taahhüdü tutarı, çalışmamızın tarihi itibarıyla SPK tarafından asgari 50.000.000-TL (Elli milyon Türk Lirası) olarak belirlenmiş olup³¹⁴, her yıl yeniden değerlemeye tabi tutulmaktadır. Toplam kaynak taahhüdü tutarı, fonun ihraç belgesinde düzenlenmelidir.

Katılma paylarının satışına başlanmasını takip eden en geç iki yıl içerisinde ihraç belgesinde belirtilen asgari kaynak taahhüdü tutarının tahsil edilmiş olması zorunludur. Aksi halde fonun yatırım faaliyetlerine son verilir ve en fazla altı ay içinde fonun tasfiyesi talep edilerek fon ticaret sicilinden terkin edilir.

Asgari kaynak taahhüdü tutarının tahsil edilmesi sonrasında, ihraç belgesinde belirlenen süre içerisinde GSYF Tebliği'ne uygun olarak yatırımların yapılması gerekir. Bu süre iki yılı aşmamalıdır.

Nitelikli yatırımcı tarafından ödenen kaynak taahhüdünün karşılığında yatırımcıya aktarılacak katılma paylarının sayısının hesaplanabilmesi için fiyat raporu oluşturulur. Hazırlanan fiyat raporunda tespit edilen pay fiyatına göre hesaplanan katılma payları, yatırımcıların hesaplarına aktarılır. Katılma payının

³¹⁴ Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28/12/2023 Tarih ve 81/1811 Sayılı Kararı.

sayısının hesaplanması için fiyat raporu dışında, varsa fon bilgilendirme dokümanlarında belirlenen fiyat da kullanılabilir.

Kaynak taahhüdünün, fonun katılma payı satım dönemlerinde ödenmesi durumunda, katılma payının birim pay değerinin hesaplanması amacıyla hazırlanan fiyat raporlarının da katılma paylarının sayısının hesaplanması amacıyla kullanılması mümkündür.

GSYF katılma paylarının ihracından sonra, fona yeni bir kaynak taahhüdü verilirse, fonun mevcut katılma payı sahipleri ile yeni verilen kaynak taahhüdü ile katılma paylarını alacak yatırımcılar arasında, usul ve esaslarına fon bilgilendirme dokümanlarında yer verilmesi şartıyla, denkleştirme yapılabilir.

Kaynak taahhüdü ödemelerinden önce girişim sermayesi portföyüne ilişkin özel değerlendirme raporu hazırlanması için fon bilgilendirme dokümanlarına veya yatırımcı sözleşmelerine hüküm eklenebilir. İlgili raporunun bedelinin nasıl ödeneceği de ihraç belgesinde veya yatırımcı sözleşmesinde düzenlenir.

B. Fon Malvarlığının Korunması

Çalışmamızın önceki kısımlarında da açıkladığımız şekilde kurucu, GSYF portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre malikidir. Her ne kadar GSYF kurucusu olan portföy yönetim şirketi, fonun malvarlığını inançlı mülkiyet ilişkisi kapsamında inanılan sıfatına uygun olarak koruma yükümlülüğü altındaysa da portföy yönetim şirketinin sorumluluğu bu sadakat yükümlülüğü ile sınırlı bırakılmamış, kanunen çeşitli teminatlar ile koruma altına alınmıştır³¹⁵. Buna göre GSYF’yi oluşturan mal varlığı, GSYF’nin kurucusu olan portföy yönetim şirketinin ve portföyü saklama hizmeti veren kuruluşun mal varlığından bağımsızdır³¹⁶. Bu ayrılığa “fon malvarlığının ayrılığı ilkesi” denir³¹⁷.

GSYF’nin mal varlığı, Tebliğ’de istisna olarak gösterilen haller hariç olmak üzere rehnedilemez ve teminat olarak gösterilemez. Bu istisnai haller, GSYF’nin iç

³¹⁵ Memiş, Turan, **a.g.e.**, s.165.

³¹⁶ GSYF Tebliği, m.5/1; Gündoğdu, **a.g.e.**, s.35

³¹⁷ SerPK, m.53/1; Bahtiyar, **a.g.e.**, s.12.

tüzüğünde ve ihraç belgesinde açıkça belirtilmiş olması şartıyla GSYF hesabına kredi alınması ve koruma amaçlı türev araç işlemleri yapılmasıdır.

GSYF'nin malvarlığı kurucu portföy yönetim şirketinin ve/veya saklama hizmeti veren kuruluşun yönetimi veya denetiminin kamu kurumlarına devredilmesi ihtimalinde dahi, kamu alacaklarının tahsil amacı da dahil ancak bununla sınırlı olmamak üzere başka hiçbir amaçla tasarruf edilemez, üzerine ihtiyati tedbir konulamaz, haczedilemez ve iflas masasına dahil edilemez³¹⁸. GSYF Tebliği'nin 5'inci maddesinin üçüncü fıkrası hükmüne göre, kurucu ve yönetici portföy yönetim şirketlerinin üçüncü kişilere olan borçları, aynı üçüncü kişilerin fona olan borçlarından mahsup edilemez. Öğretide bütün bunların nedeni olarak, yatırım fonlarının temelinde inançlı işlemin olması gösterilmiştir³¹⁹. Zira her ne kadar fon mal varlığının maliki, fon kurucusu olan portföy yönetim şirketiye de bu mülkiyet inançlı mülkiyet olup, esasen katılma paylarının sahipleri olan yatırımcılar adına elinde bulundurduğu bir haktır.

GSYF portföyünü oluşturan malvarlığının korunmasının temini amacıyla GSYF Tebliği'nin 9'uncu maddesiyle getirilen bir diğer düzenleme ise fon portföyünün bir saklayıcı kuruluş nezdinde, SPK'nın portföy saklamaya ilişkin düzenlemeleri kapsamında saklanması zorunlu oluşudur. Fiziken veya kayden saklanması mümkün olmasa dahi, portföye dahil olan varlıkları ve bunların fona ait olduğunu gösteren bilgi, belge ve kayıtlar portföy saklayıcısı tarafından saklanır. Fonun girişim sermayesi yatırımlarından önce veya fonun girişim sermayesi yatırımlarından çıkmasından önce ilgili bilgi ve belgeler portföy saklayıcısına gönderilir ve bunlara ilişkin usul ve esasların saklama sözleşmesinde açıkça belirlenmesi gerekir. Portföye saklama hizmeti veren portföy saklayıcısının iflası, tasfiyesi veya mali durumunun taahhütlerini yerine getiremeyecek kadar zayıflaması halinde kurucu fon portföyünü SPK tarafından uygun görülen bir başka portföy saklayıcısına devreder³²⁰.

³¹⁸ GSYF Tebliği, m.5/2; Gündoğdu, **a.g.e.**, s.35.

³¹⁹ Elif Berktaş Yüksel, **Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler**, On İki Levha Yayıncılık, 2022, s.187, (Çevrimiçi) <https://www.lexpera.com.tr/literatur/kitaplar/g-yatirimcilarin-menfaatini-korumaya-yonelik-duzenlemeler-978-625-432-340-9/1>, 20 Haziran 2024.; Bahtiyar, **a.g.e.**, s.13.

³²⁰ Yatırım Fonu Tebliği, m.29/1.

Yukarıda açıklamış olduğumuz bütün yükümlülük, tedbir ve teminatlar, katılma payı sahiplerinin paralarını fon kurucusu veya fonun yöneticisinin karşı karşıya kalabileceği hukuki risklerden ve mali sorunlardan korumakta olup, yatırımcıların yatırımlarını GYSF katılma paylarında değerlendirmeleri için esasen bir teşvik unsuru oluşturmaktadır³²¹.

ESerPK uygulamasında, yatırım fonlarının tüzel kişiliğinin bulunmaması nedeniyle fon malvarlığına dahil edilecek taşınmazların tapuda tescil işlemlerinin yapılması gereken durumlarda bu işlemler kurucu adına yapılmaktaydı. Bu durum fon mal varlığının ayrılığı ilkesine aykırılık teşkil etmekte ve kurucunun mal varlığına haciz veya tedbir işlenmesi ihtimalinde problem yaratma riski taşımaktaydı³²². Bu nedenle SerPK uygulamasında resmî sicillere tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme işlemleri açısından yatırım fonları tüzel kişiliği haiz addolunmaktadır.

C. Portföyün Değerleme Esasları

GSYF portföyünde yer alan girişim sermayesi yatırımlarının değeri asgari olarak hesap dönemi sonu itibariyle tespit edilmek zorundadır³²³. Girişim sermayesi yatırımlarının değerlendirme sürecinde aşağıdaki esaslara uyulur:

- Fona yalnızca kaynak taahhüdü veren yatırımcıların katılabildiği ve fon bilgilendirme dokümanları uyarınca, belirli istisnalar dışında katılma paylarının ancak fon süresinin sonunda nakde çevrilebildiği GSYF’lerde, girişim sermayesi yatırımlarının değeri, yatırım komitesi veya SPK tarafından uygun görülen değerlendirme kuruluşları tarafından hazırlanan değerlendirme raporuyla tespit edilir. Değerleme raporunun yatırım komitesi tarafından hazırlaması halinde SPK’nın değerlendirme standartlarına ilişkin düzenlemelerine uyulmalı ve yapılan değerlendirme kurucu portföy yönetim şirketinin yönetim kurulu kararı ile onaylanmalıdır.

³²¹ Memiş, Turan, **a.g.e.**, s.166.

³²² Balcı, Turan, **a.g.e.**, s.1100.

³²³ GYSF Tebliği, m.20/2.

- Diğer GSYF’lerde girişim sermayesi yatırımlarının değerinin SPK tarafından uygun görülen değerlendirme kuruluşları tarafından hazırlanan değerlendirme raporları ile tespit edilmesi zorunludur. Bu değer tespiti, GYSF tarafından ilgili girişim şirketine yapılan yatırım 5 milyon TL’den az ise yatırım yapılmasını takip eden her üç hesap döneminin sonunda, 5 milyon TL ile 10 milyon TL arasındaysa yatırım yapılmasını takip eden her iki hesap döneminin sonunda, 10 milyon TL’den fazlaysa yatırım yapılmasını takip eden her hesap dönemi sonunda yapılır. Belirtilen hesap dönemleri dışındaki hesap dönemlerinde ise girişim sermayesi yatırımları, yatırım komitesi tarafından SPK’nın değerlendirme standartlarına uygun olarak hazırlanan ve kurucunun yönetim kurulu kararıyla onaylanan değerlendirme raporuyla veya yine SPK tarafından uygun görülen değerlendirme kuruluşlarının raporuyla yapılır.

Hesap döneminin sona ermesinden önceki üç ay içinde SPK tarafından uygun görülen değerlendirme kuruluşlarından biri tarafından hazırlanan bir değerlendirme raporu varsa, bu rapor ile tespit edilen portföy değeri, yatırım komitesinin kara alması şartıyla hesap dönemi sonundaki değer olarak kabul edilebilir.

Girişim sermayesi yatırımlarına dayanak olan bilgiler ve belgeler, GSYF’nin süresi ve süresinin sona ermesini takip eden beş yıl boyunca kurucu nezdinde saklanmak zorundadır.

GSYF Tebliği’nin 20’nci maddesinde yukarıda açıklanan esaslara ilave olarak, GSYF portföyünde yer alan varlıkların değerlemesi için, II-14.2 sayılı Yatırım Fonlarının Finansal Raporlama Esaslarına İlişkin Tebliğ’deki değerlendirmeyle ilgili esasların uygulanacağı belirtilmiştir. Bu Finansal Raporlama Tebliği’nin 21’inci maddesinde, GSYF portföyündeki varlıkların değerinin tespit edilme esasları aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir:

- GSYF portföyüne dahil edilen girişim sermayesi yatırımları kayda geçirirken alış maliyetleri esas alınır. Söz konusu alış maliyetinin yabancı para cinsinden belirlenmesi halinde varlıkların satın alma

günündeki yabancı para cinsinden değeri TCMB döviz satış kuru ile çarpılır.

- Katılma paylarının fiyatının tespit edildiği fiyat raporunda, alış tarihinden itibaren başlamak üzere; *i.* GSYF portföyündeki girişim sermayesi yatırımlarının ve yurt dışında yerleşik şirketlere yapılan yatırımların değeri yukarıda açıkladığımız değerlendirme esaslarına göre tespit edilir. Bir hesap dönemi içerisinde birden fazla fiyat açıklanırsa, yılsonunda tespit edilen değer bu usullere göre gözden geçirilir. Girişim sermayesi yatırımları açısından tespit edilen en son değer kullanılır. *ii.* Yatırım yapılan girişim şirketinin halka açık anonim ortaklık niteliği olması halinde, borsada işlem görmeyen paylarının değeri, borsada işlem gören payların en son seans ağırlıklı ortalama fiyatlarına göre tespit edilir. İlgili piyasada kapanış seansı uygulaması bulunuyor ise, kapanış seansında oluşan fiyat esas alınır. Değerlemenin yapıldığı gün borsada alım satıma konu olmayan payların değeri ise son işlem tarihindeki borsa fiyatına göre tespit edilir. Girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçları borsada işlem görmüyorsa, bunların değerlemesinde Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayınlanan Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının hükümleri esas alınır. *iii.* GSYO'lar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarından borsada işlem görmeyenler de aynı hükümlere göre değerlendirilir.
- Alış tarihinden itibaren başlamak üzere GSYF portföyündeki diğer varlıklardan; *i.* Borsada işlem gören varlıklar borsada oluşan en son seans ağırlıklı ortalama fiyat veya orana göre değerlendirilir. İlgili piyasada kapanış seansı uygulaması varsa, kapanış seansında oluşan fiyat esas alınır. *ii.* Borsada işlem görse dahi, o gün alım satıma konu olmayan paylar, son işlem tarihindeki borsa fiyatına göre, borçlanma araçları ise iç verim oranına göre değerlendirilir. Ters repo ve repo ile yurtiçi organize para piyasası işlemlerinin değerlemesinde ise vade sonuna kadar işleme ait iç verim oranı ile esas alınır. *iii.* Fon katılma

paylarının değeri tespiti için, değerilemenin yapıldığı gün açıklanan en son fiyat kullanılır. *iv.* Vadeli mevduat, bileşik faiz oranı kullanılarak tahakkuk eden faizin anaparaya eklenmesi yoluyla değeri lenir. *v.* Yabancı para cinsinden olan varlıklar, TCMB tarafından söz konusu yabancı para için belirlenen döviz alış kuru ile değeri lenir. *vi.* Türev araçlar için Teminat olarak verilen varlıklar, portföy değeri tablosunda gösterilir ve teminatın türüne göre açıklanan esaslara uygun olarak değeri lenir. *vii.* Borsa dışı repo ve ters repo sözleşmeleri, piyasa fiyatını en doğru yansı tacak şekilde güvenilir ve doğrulanabilir bir yöntemle değeri lenir. *viii.* Bunların dışında kalanlar Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayınlanan Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının hükümlerine göre değeri lenir. *ix.* Borsa dışı repo ve ters repo sözleşmelerinin değeri lemesine ilişkin yöntem ile Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayınlanan Türkiye Muhasebe Standartları/Türkiye Finansal Raporlama Standartlarının hükümlerine göre yapılan değeri lemeye ilişkin kurucunun yönetim kurulu kararı gerekir.

D. Fonun Giderleri

GSYF'lere ilişkin tüm giderler, fonun malvarlığından karşılanır³²⁴. Fonun giderlerinin toplamının, fon değeri ne oranının en fazla ne kadar olabileceği ihraç belgesinde yazılmalıdır. Fonun toplam giderlerine, fonun portföy yönetim ücreti de dahildir. Portföy yönetim ücreti, sabit bir tutar olarak belirlenebileceği gibi, farklı şekillerde de belirlenebilir. Örneğin, fonun portföy değeri nin belli bir oranı olarak, fonun aktif toplamının belirli bir oranı olarak, katılma payı satın alınmasına ilişkin verilen taahhüdün belirli bir oranı olarak ve benzeri SPK tarafından uygun görülen başka bir yöntemlerle belirlenebilir.

³²⁴ GYSF Tebliği, m.24.

Fonun kuruluş masrafları, kuruluş giderleri ve fon için alınan danışmanlık ücretlerinin fon malvarlığından karşılanabilmesi için, yatırımcı sözleşmesinde bunlara ilişkin düzenlemelerin yer alması zorunludur.

Fonun kurucusu veya varsa yönetici, portföy yönetim ücretine ek olarak fondan veya katılma payı sahiplerinden performans ücreti de alabilirler. Bunun için fon bilgilendirme dokümanlarında hüküm bulunması gerekir. Performans ücretinin de ihraç belgesinde yer alan fon gider oranına dahil edilebilmesi için bu hususun da ayrıca fon bilgilendirme dokümanlarında yazması gerekir. Performans ücretinin nasıl tahakkuk ettirileceği ve tahsil edileceği, kurucunun yönetim kurulu kararı ile, katılma paylarının satışına başlanmadan önce belirlenir. Bu yönetim kurulu kararında performans ücretinin tahakkuk ve tahsil işlemlerine ilişkin örnekler de yer alır. GSYF'ye saklama hizmeti veren saklayıcı kuruluş, performans ücretinin hesaplamasının ve tahsilinin, bu kararda belirlenen esaslara uyumlu olup olmadığını denetlemek ve aykırılık halinde bu aykırılığın giderilmesini talep etmekle yükümlüdür.

GSYF katılma paylarının pazarlama, dağıtım ve satışını gerçekleştiren kuruluş, katılma paylarını satın alacak nitelikli yatırımcılara performans ücretiyle ilgili usul ve esasları yazılı olarak bildirir ve bunları anlayıp kabul ettiklerine dair yatırımcılardan yazılı bir beyan alır. Bu beyanın en az 5 yıl boyunca saklanması gerekir. Bu aşamada uygulamada, katılma paylarının satışının elektronik ortamda yapıldığı senaryoda söz konusu beyanın “yazılı” olarak nasıl alınabileceği sorusu gündeme gelebilecektir. III-42.1 sayılı Aracı Kurumlar ve Portföy Yönetim Şirketleri Tarafından Kullanılacak Uzaktan Kimlik Tespiti Yöntemlerine ve Elektronik Ortamda Sözleşme İlişkisinin Kurulmasına İlişkin Tebliğ, portföy yönetim şirketleri tarafından, bir bilişim veya elektronik haberleşme cihazı üzerinden yazılı şeklin yerine geçecek şekilde ya da mesafeli olarak sözleşme ilişkisinin kurulmasına yönelik usul ve esasları düzenlemektir. Bu Tebliğ'in 13'üncü maddesinde, yazılı şeklin yerine geçecek nitelikte bir sözleşmenin elektronik ortamda kurulabilmesi için uyulacak usul ve esaslar³²⁵ düzenlenmiştir. Ayrıca aynı maddenin dördüncü

³²⁵ Bu usul ve esaslar III-42.1 sayılı Tebliğ'in 13'üncü maddesinin üçüncü fıkrasında “Bu Tebliğde yer alan usul ve esaslar dâhilinde uzaktan kimlik tespitinin yapılmasını müteakiben mesafeli olsun

fikrasında portföy yönetim şirketleri ile müşterileri arasında imzalanan teminat, kefalet, temlik gibi sözleşmeler de dahil olmak üzere her türlü sözleşme bakımından da bu Tebliğ hükmünün geçerli olduğu belirtilmiştir. Yani III-42.1 sayılı Tebliğ hükümlerine uygun olarak elektronik ortamda akdedilen sözleşmeler, yazılı şekilde akdedilmiş sayılabilmektedir. Buradan yola çıkarak, katılma payını satın alacak nitelikli yatırımcılara performans ücreti hakkında yapılacak bilgilendirmenin ve yatırımcıdan alınacak beyanın III-42.1 sayılı Tebliğ hükümlerine uygun şekilde yapılması ve alınması halinde, GSYF Tebliğ’inde düzenlenen yazılı şeklin sağlanmış olacağı kanaatindeyiz.

GSYF’nin katılma payları borsada işlem görüyorsa ve performans ücreti fondan tahsil edilecekse, buna ilişkin usul ve esasların belirlendiği yönetim kurulu kararı KAP’ta da açıklanır. Katılma paylarını borsadan satın alan nitelikli yatırımcılar açısından, performans ücretine ilişkin esasların kabul edildiğine dair yazılı beyanın alınması zorunlu değildir. Performans ücretinin fondan değil de katılma payı sahiplerinden tahsil edileceği durumda, bu GSYF’lerin katılma payları borsada işlem göremez. Katılma payı sahipleri, kendilerinden tahsil edilecek performans ücretinin hesaplanmasına ilişkin bilgileri, tahsil işleminden önce kurucunun kendilerine yaptığı bildirim yoluyla öğrenirler.

E. Fonun Kar Dağıtımı

GSYF’ler, katılma payı sahiplerine kar dağıtabilir. Kar dağıtımına ilişkin esaslara ihraç belgesinde yer verilir. Kar ödenmesi halinde katılma payı sahipleri dönemsel getiri elde edebileceklerdir. Ancak girişim sermayesi yatırımlarında amaç genelde yatırım yapılan girişim şirketini büyütürken şirketin değer artışını sağlamak olduğundan bu kar payı dağıtılmayarak fon portföyüne dahil edilebilir. Bu durumda da fonun değeri yükseleceğinden, katılma payı sahipleri fonun değer artışından,

olmasın, müşterilerce gerçekleştirilmek istenen işlemlere yönelik olarak bir bilişim veya haberleşme cihazı üzerinden yazılı şeklin yerine geçecek nitelikte bir sözleşme ilişkisi kurulmak istenmesi halinde; a) Söz konusu sözleşmenin bütün şartlarının, müşterinin okuyabileceği şekilde elektronik ortamda müşteriye iletilmesi, b) (a) bendine göre müşteriye iletilen sözleşme ve bu sözleşme ile birlikte müşterinin sözleşmeyi kuran irade beyanının, Belge Kayıt Tebliğinin 5/A maddesinin ikinci ve üçüncü fıkralarında belirtilen müşteriye özgü şifreleme gizli anahtarı ile imzalanarak aracı kuruma veya portföy yönetim şirketine iletilmesi, c) (a) bendine göre iletilen sözleşmede müşteriye sözleşme içeriği olarak hangi bilgiler gösterilmiş ise (b) bendine göre müşteri tarafından yalnızca o bilgilerin imzalanmasının sağlanması şarttır.” şeklinde sayılmıştır.

katılma paylarını fona iade etmek veya ikincil piyasalarda nitelikli yatırımcılara devretmek yöntemiyle kazanç elde edebilirler³²⁶.

Kurucuya veya yöneticiye, GSYF'nin katılma paylarını kendi portföylerine aldıkları ihtimalde, performans ücretine konu edilen tutar üzerinden ayrıca imtiyazlı kar payı ödenmez.

III. Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Vergi Avantajları

Çalışmamızda daha önce de bahsettiğimiz üzere bir ülkede girişim sermayesine ayrılan yatırımların artması, ülke ekonomisine kısa vadede ve uzun vadede önemli değerler katabilmektedir. Bu nedenle, girişim sermayesine yapılan yatırımların teşvik edilmesi maksadıyla, Türk hukukunda da gerek doğrudan GSYF'lerin kazançlarına gerekse GSYF'lere yatırım yapan yatırımcılara getirilen çeşitli vergi avantajları mevcuttur. Çalışmamızın ana konusunu oluşturmadığı için çok detaylı incelememekle birlik bu kısımda kısaca bu vergi avantajlarının üzerinde duracağız.

A. Kurumlar Vergisi Yönünden

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'na göre SPK'nın düzenleme ve denetimine tabi olan fonlar sermaye şirketi sayılmakta olup, kurumlar vergisi mükellefidir. Ancak Kurumlar Vergisi Kanun'un 5'inci maddesinin birinci fıkrasının d bendinin 3 numaralı alt bendine göre Türkiye'de kurulu GSYF'lerin kazançları kurumlar vergisinden müstesnadır. Türkiye'de kurulu olmayan girişim sermayesi yatırım fonları açısından ise Kurumlar Vergisi Kanunu'nda açıklanan belirli şartların sağlanması halinde bu fonların kazançlarının vergi istisnasından yararlanması mümkün olabilmektedir³²⁷. Bu istisna sayesinde GSYF'lerin gerek portföy işletmeciliği faaliyetinden elde ettiği kazançlar gerekse bunun dışında sağladıkları diğer tüm kazançlar kurumlar vergisi istisnasından yararlanmaktadır. Bununla birlikte, GSYF'lerin kazançları üzerinden yapılacak tevkifat oranı 03.02.2009 tarih, 27130 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı

³²⁶ Dedec, a.g.e., s.193.

³²⁷ Detaylı açıklamalar için bkz.: Aydın, a.g.e., s.66.

ile %0 olarak belirlenmiştir. Bu sayede GSYF'ler hem yıllık beyanname üzerinden ödenmesi gereken vergi yükünden hem de tevkifat yoluyla yüklenen vergi yükünden tamamen kurtulmaktadır³²⁸. Bu istisnalar ile GSYF'lerin vergi yükünden kurtularak rahat yatırım kararı alınması ve yeni GSYF'lerin kurulmasının teşvik edilmesi amaçlandığı değerlendirilmektedir³²⁹.

GSYF'lerin kendi kazançlarının yanı sıra, GSYF katılma paylarını satın alan yatırımcıların kurumlar vergisi mükellefi olmaları halinde, bu kurumlar da birtakım vergi istisnalarından yararlanabilmektedir. Kurumlar vergisi mükellefi olan yatırımcıların, tam mükellefiyete tabi³³⁰ GSYF'lerin katılma paylarından elde ettikleri kâr, bu katılma paylarının fona iadesinden elde edilen gelirler ve katılma paylarının değer kazanmasından kaynaklanan değer artış kazançları³³¹ da Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5'inci maddesinin birinci fıkrasının a bendinin 3 numaralı alt bendi uyarınca kurumlar vergisinden müstesnadır.

Son olarak, kurumlar vergisi açısından, girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarını satın almak amacıyla 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 325/A maddesi uyarınca, kurumlar vergisi mükellefi olan kurumun kazancının %10'unu ve öz sermayesinin %20'sini aşmamak kaydıyla ayırdığı girişim sermayesi fonu, mükellef olan kurumun beyan ettiği gelirine indirim olarak yansıtılır³³².

B. Gelir Vergisi Yönünden

GSYF katılma payı sahiplerinden kurumlar vergisi mükellefi olanların faydalanabileceği vergi avantajlarını yukarıda açıklamıştık. Katılma payı sahibi olup 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu uyarınca gelir vergisi mükellefi olan gerçek kişiler bakımından incelemeyi ise çalışmamızın bu bölümünde yapacağız.

³²⁸ A.e., s.68.

³²⁹ Demir, a.g.e., s.64.

³³⁰ Tam mükellefiyet, kurumlar vergisi mükellefi kurumlardan kanuni veya iş merkezi Türkiye'de bulunanları ifade eder. (Kurumlar Vergisi Kanunu, m.3/1).

³³¹ Kurumlar vergisinden müstesna tutulan değer artış kazançları, 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 279'uncu maddesi kapsamında değerlendirilmesinden kaynaklanır.

³³² Kurumlar Vergisi Kanunu, m.10/1-g.

Gelir Vergisi Kanunu ve alt düzenlemelerine göre GSYF katılma payları için ödenen kar payları³³³ ve bu katılma belgelerinin fona iadesinden elde edilen gelirler menkul sermaye iradı olarak kabul edilmektedir. GSYF katılma paylarının elden çıkarılmasından sağlanan kazançlar ise değer artış kazancı³³⁴ sayılmaktadır.

Gelir İdaresi Başkanlığı tarafından yayınlanan G.V.K. Geçici 67'nci Madde Uygulaması ile İlgili Olarak Gerçek Kişilere Yönelik Vergi Rehberi'nde³³⁵ yatırım fonu katılma paylarından elde edilen kazançların tevkifata tabi olacağı düzenlenmiştir. Bu kazançlar Gelir Vergisi Kanunu'nun Geçici 67'inci maddesinin birinci fıkrasına göre %10 oranında tevkifat yoluyla vergilendirilir. Ancak aynı maddenin yedinci fıkrası uyarınca, tevkifata tabi tutulan bu kazançlar için gerçek kişilerce yıllık veya münferit beyanname verilmez. Diğer gelirler dolayısıyla yıllık beyanname verilecekse de bu gelirler yıllık beyannameye dahil edilmez. Öte yandan, iki yıldan uzun süre elde tutulan GSYF katılma paylarından elde edilen kazançların tevkifat oranı da, 3.9.2021 tarihli ve 4454 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararıyla %0 olarak belirlenmiş olup, bu katılma paylarının gelirleri için beyanname de verilmeyeceğinden gelir vergisi istisnasından yararlanılmış olunacaktır.

Kurumlar vergisi uygulamasına benzer şekilde, gelir vergisi açısından da girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarını satın almak amacıyla 213 sayılı Vergi Usul Kanunu'nun 325/A maddesi uyarınca, gelir vergisi mükellefi gerçek kişinin beyan edilen gelirinin %10'unu girişim sermayesi fonu, mükellef olan kişinin beyan ettiği gelirin indirimi olarak yansıtılır³³⁶

C. Damga Vergisi Yönünden

Damga vergisi, 488 sayılı Damga Vergisi Kanunu'nun ekinde yer alan 1 sayılı tabloda belirtilen tüm kağıtlar bakımından, ilgili kağıdı imzalayan tarafların ödemekle yükümlü olduğu bir vergidir. Damga vergisinin tutarının, taraflarca imzalanan kağıtta yazılı tutar üzerinden hesaplanması, yüksek bedelli sözleşmelerin imza süreçlerinde, sözleşme taraflarını kayda değer bir vergi yükü altına

³³³ Gelir Vergisi Kanunu'nun 75'inci maddesinin ikinci fıkrasının 1 numaralı bendi.

³³⁴ Gelir Vergisi Kanunu, Mükerrer Madde 80/1.

³³⁵ Rehber'e erişim için bkz.: (Çevrimiçi) <https://www.gib.gov.tr/>, 24 Haziran 2024.

³³⁶ Gelir Vergisi Kanunu, m.89.

sokmaktadır. Girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin sözleşmeler de girişim şirketine yapılan yatırım tutarları üzerinden imzalandığından, damga vergisine tabi olması halinde önemli bir vergi kalemine sebebiyet verebilecektir. Ancak, Damga Vergisi Kanunu'nun 9'uncu maddesine göre, Kanun'un eki olan 2 sayılı tabloda yazılı kağıtlar damga vergisinden müstesnadır. 2 sayılı tablonun 50'nci maddesinde ise "Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonlarının münhasıran girişim sermayesi yatırımları ile ilgili düzenlenen sözleşmeler ile bu sözleşmelere ilişkin düzenlenen diğer kâğıtlar" yer almakta olup, buna göre GSYF'lerin çalışmamızın önceki kısımlarında açıklanan girişim sermayesi yatırımlarıyla ilgili olarak düzenlenen sözleşmeler ve bu sözleşmelerle ilgili kağıtlar damga vergisine tabi olmayacaktır. Bu düzenleme, Türkiye'de girişim sermayesi piyasasının gelişmesi için atılan ve çalışmamız boyunca anlatmış olduğumuz adımlardan birini oluşturmaktadır.

SONUÇ

Günümüzde pek çok sektör devi şirketin kökeni, yenilikçi girişimcilerin kurduğu *start-up*'lara dayanmaktadır. Bu girişimciler, geliştirdikleri inovatif ürünleri piyasaya sunarak girişimciliğin gelişimine katkıda bulunmuştur. *Start-up*'lar toplumda yenilikçi ekonominin itici gücü olarak görülmekte ve ekonomilerin gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Ancak, *start-up*'lar, büyük şirketlerden farklı olarak kaynaklara erişim, piyasa ve piyasa paydaşlarıyla ilişkiler gibi birçok zorluklarla karşılaşmaktadır. Bu zorlukların başında ise finansman edinme kabiliyeti gelmektedir. Girişimciliğin finansmanı, bu bağlamda büyük bir önem kazanmıştır. Finansal kuruluşların kaynak sağlayacakları girişimcileri seçme ve destekleme konusundaki çeşitli politikaları, girişimcilerin finansal kaynaklara erişimini kısıtlamaktadır. Bu nedenle sosyo-ekonomik kalkınmayı destekleyen ülkeler, girişimciler için yeni finansman kaynakları oluşturmakta ve bu süreci devlet politikalarıyla ve geliştirilen hukuki altyapılarıyla desteklemektedir. Girişimciliğin finansmanı konusunda geçmişteki sınırlı seçenekler, bugün melek yatırımcılar, girişim sermayesi, devlet destekleri ve kitlesel fonlama gibi çeşitli araçlarla

genişlemiştir. Türkiye’de de bu gelişmelere paralel olarak önemli adımlar atılmaktadır.

Ülkemizde girişimciliğin desteklenmesi ve girişim sermayesi yatırımlarının artırılması amacıyla yapılan önemli hukuki gelişmelerden biri, yatırım fonlarının alt türü olarak GSYF’lerin ortaya çıkışı ve GSYF’lerin çalışma esaslarını belirlemek amacıyla SPK tarafından çıkarılan III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’dir. Her ne kadar GYSF’lerin çalışma esasları GSYF Tebliği ile düzenlenmişse de Türk hukukuna hakim olan normlar hiyerarşisine göre tebliğ ile yapılan bir düzenleme, kanunlara ve hiyerarşik düzlemde tebliğlerin üstünde olan herhangi bir mevzuata aykırı olamayacaktır. Bu durum, içinde kendine özgü pek çok unsur barındıran GSYF’lerin işleyişinin, SerPK veya TTK gibi katı sınırlamaları bulunan kanunlar çerçevesinde sınırlanması sonucunu doğurmaktadır. Zira GSYF’lerin yatırım yapabildiği girişim şirketlerinin, TTK’nın anonim ortaklık hükümlerine tabi olması, yatırım süreçlerinde hem girişimcileri hem de girişim sermayedarlarını önemli ölçüde sınırlandırabilmektedir.

Çalışmamızın amacı, GSYF’lerin Türk hukukundaki düzenlemelerini ve uygulamalarını inceleyerek, mevcut hukuki yapının etkinliğini ve eksikliklerini tespit etmektir. Bu kapsamda çalışmamızda öncelikle girişim sermayesi kavramını açıklayarak, girişim sermayesinin dünyada ve Türkiye’de ortaya çıkış serüveni inceledik. Akabinde yürürlükteki Türk mevzuatı çerçevesinde GSYF’lerin yapısı, işleyişi ve yatırımları ile bu yatırımlara ilişkin vergi avantajları ve sözleşmeler üzerinde durduk. Çalışmamızda, GSYF’lerin hukuki yapısının anlaşılmasını ve gelecek meydana gelebilecek hukuki gelişmelere ışık tutulmasını hedefledik.

GSYF’lerin hukuki çerçevesini ortaya koymak için yaptığımız çalışmada Türk hukukunun gerek önceden gerekse bugün yürürlükte olan mevzuat hükümlerinin üzerinde durarak, yapılan gelişmeleri ortaya koymaya çalıştık. Bununla birlikte, literatürde konu hakkında değerlendirmeler içeren akademik çalışmaları da inceledik. Ancak literatür tarama sürecinde, Türk hukuku bakımından GSYF’lerin ele alındığı kaynaklar açısından göz ardı edilemeyecek bir boşluk olduğunu tespit ettik. Zira literatürde sermaye piyasası kurumlarının büyük bir kısmı, çok çeşitli

kaynaklara konu olmuşsa da özel olarak GSYF'leri hukuki bir perspektifle inceleyen çalışmalar yok denecek kadar azdır. Bu bağlamda çalışmamızın bir diğer hedefi de literatürde tespit ettiğimiz bu boşluğun doldurulması için bir adım atmaktır.

Çalışmamızın ilk bölümünde, girişim sermayesi kavramının, yenilikçi fikirlere sahip olan ama yeterli kaynağa ulaşım imkanı olmayan girişim şirketlerinin kurulması ve büyümesi için geliştirilen bir finansman yönetimi olduğu açıklanmıştır. ABD'de Büyük Buhran'ın etkisiyle ortaya çıkan girişim sermayesinde, geleneksel finansman yöntemlerinden farklı olarak, girişimciye sadece finansal destek sağlamak değil, yönetim, organizasyon, müşteri edinme, pazara açılma, AR-GE, ürün geliştirme gibi alanlarda da destek sağlanmaktadır. ABD ekonomisinin bugün ulaştığı büyüklüğün önemli bir sebebi olan pek çok dev şirket, girişim şirketi olarak kurulmuş ve girişim sermayesi finansmanlarından yararlanmıştır. Başta ABD olmak üzere dünyada ve Türkiye'de girişim sermayesinin serüvenine bakıldığında, girişim sermayesi kurumlarının önce ülkede mevcut olan hukuk düzenine uygun şekilde, var olan yapılar çerçevesinde kurulduğu, bunların hukuki alt yapısının ise daha sonradan çizildiği görülmüştür. Birinci bölümde yaptığımız önemli bir tespit ise ABD'de girişim sermayesi için en çok kullanılan kuruluş türlerinden biri olan VCLP'lerin tam karşılığını oluşturabilecek bir şirket yapısının Türkiye'de bulunmamasıdır. VCLP yapısı, şirket paydaşlarının aralarındaki ilişkiye uygulanacak hukuki düzenlemeleri (Kuruldukları eyalet hukukuna göre değişmekle birlikte) özgürce belirleyebilmelerine olanak tanımaktadır. Buna karşın ülkemizdeki hukuki alt yapı, ABD'de ve özellikle Delaware Eyaleti'nde girişim sermayedarlarına tanınan özgür çerçeveden uzaktır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde, Türk hukukunda GSYF'lerin hukuki niteliğini, kurulma, katılma payı ihraç etme, katılma paylarını satma süreçlerini, fon kurucusunun ve yöneticisinin yetki ve sorumlulukları ile fonun tasfiye süreçlerini inceledik. Yatırımcı bilgilendirme dokümanlarını oluşturan fon içtüzüğünü, ihraç belgesini ve yatırımcı bilgi formunu irdeledik. Kurucunun sorumluluklarının üzerinde durarak bu sorumlulukları gerek GSYF Tebliği gerekse TBK hükümleri kapsamında sınırlandırılmayacağını tespit ettik. Genel olarak yatırım fonlarının katılma paylarının satış sürecinde, sadece GSYF'ler için zorunlu tutulan yatırımcı

sözleşmesinin hukuki çerçevesini ortaya koymaya çalıştık. Zira literatürde, yatırımcı sözleşmesine ilişkin yazılan herhangi bir akademik çalışmaya rastlamadık. Bu kapsamda yatırımcı sözleşmesini incelerken, sözleşmenin kanunla düzenlenmeyen isimsiz (atipik) ve iki tarafa borç yükleyen bir sözleşme olduğunu ve TBK'nın genel hükümlerine tabi olduğunu tespit ettik. Günümüz dünyasında artık pek çok sözleşmenin elektronik ortamda akdedildiğini de göz önünde bulundurarak bu sözleşmelerin elektronik ortamda da akdedilebileceğine dair görüşümüzü ifade ettik.

Üçüncü ve son bölümde ise GSYF'lerin malvarlığı, bu malvarlığına ilişkin koruma ilkeleri, GSYF'lerin yatırımları, yatırım aşamalarında imzalanması öngörülen pay sahipliği sözleşmesi ile borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman sözleşmesi üzerinde durduk. Pay sahipliği sözleşmesinin incelendiği kısımda, pay sahipliği sözleşmesinin anonim ortaklıklar hukuku bakımından ihtiyari nitelikte olmasına karşın, GSYF'ler açısından zaruri bir sözleşme olduğunu tespit ettik. TTK uyarınca ancak esas sözleşme düzenlemesi ile kazanılabilen birtakım imtiyazların, pay sahipliği sözleşmesi ile -nisbi olarak- edinilebileceğine işaret ettik. Bu durum, yukarıda da izah ettiğimiz üzere yapısı ve işleyişi itibarıyla daha esnek bir hukuki altyapıya ihtiyaç duyan GSYF'lerin, katı TTK hükümlerinden kurtularak yatırımcılarının menfaatini korumasını sağlamaktadır.

Nihai olarak çalışmamız, başlangıcından günümüze kadar GSYF'lerin hukuki çerçevesini ele almış olup, literatürdeki bir boşluğu doldurarak, GSYF'lerin çalışma sistemini ve Türk hukukundaki yerini ortaya koymayı amaçlamıştır.

KAYNAKÇA

- Adıgüzel, Burak: **Sermaye Piyasası Hukuku**, 5. bsk., Ankara, Adalet Yayınevi, 2023.
- Akdağ, Gülhan Can: **Girişim Şirketi (Start-Up)**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2023.
- Armağan, Korhan: “Bireysel Portföy Yönetim Sözleşmesi Kapsamında Portföy Yöneticisinin Hukuki Sorumluluğu”, **Ankara Barosu Dergisi** 80, No:2, Nisan 2022, s.251-277.
- Atilla, Onur: **Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi**, 2006, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 6 Ağustos 2024.
- Aydın, Erkan: “Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi”, **Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi** 37, No:2, 2015, s.57-82.
- Aydoğan Çete, Tuğçe: **Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi**, 2021, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 20 Haziran 2024.
- Bahtiyar, Mehmet: **Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş**, 1. bsk., İstanbul, Beta Yayıncılık, 2019.
- Balcı, Murat, Turan, Sinem: **Açıklamalı, Gerekçeli, İçtihatlı Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi**, 2 c., C:I, Ankara, Adalet Yayınevi, 2020.
- Baysoy, Ebru: “Girişimciliğin Finansmanında Banka Finansmanına Karşı Risk Sermayesi: ODTÜ Teknokent Örneği”, **İşletme Araştırmaları Dergisi** 12, No:1, 2021, s.610-630, (Çevrimiçi) <https://isarder.org/index.php/isarder/article/view/1034>, 6 Ağustos 2024.
- Bilge, Kerem: **Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2017.
- Blank, Steve: **Why the Lean Start-Up Changes Everything**, 2013, (Çevrimiçi) <https://hbr.org/2013/05/why-the-lean-start-up-changes-everything>, 7 Temmuz 2024.

- Blank, Steve: **Why Startups are Agile and Opportunistic – Pivoting the Business Model**, 2010, (Çevrimiçi) <https://steveblank.com/>, 7 Temmuz 2024.
- Bottazzi, Laura,
Da Rin, Marco: “Venture Capital in Europe and the Financing of Innovative Companies”, **Economic Policy** 17, No:34, 2002, s.231-269, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/1344676>, 28 Temmuz 2024.
- Canbaz, Muhammet Fatih,
Erden, Ahmet Sami: “Katılım Bankalarında Mudarebe Finansmanını Engelleyen Faktörler”, **Finans Ekonomi ve Sosyal Araştırmalar Dergisi** 5, No:4, 2020, s.646-658, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/fesa/issue/58998/795368>, 28 Temmuz 2024.
- Cumming, Douglas,
Kumar, Satish,
Lim, Weng Marc:
Pandley, Nitesh: “Mapping the venture capital and private equity research: a bibliometric review and future research agenda”, **Small Bus Econ** 61, s.173-221, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.1007/s11187-022-00684-9>, 6 Ağustos 2024.
- Çağatay, Ali: **Startup Finansmanında Katılım Bankalarının Rolü**, 2022, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 7 Temmuz 2024.
- Çakır, A. Gülniz: **The Venture Capital Fund Structure in Turkey: Is It A Suitable Model as an Alternative Investment Vehicle in Turkey?**, İstanbul, 2001, (Çevrimiçi) <https://www.proquest.com/dissertations-theses/venture-capital-fund-structure-turkey-is-suitable/docview/2569583673/se-2?accountid=11637>, 27 Temmuz 2024
- Çizakça, Murat: **Islamic Capitalism and Finance – Origins, Evolution and the Future**, Edward Elgar Publishing, 2011.
- Çizakça, Murat: **İslam Dünyasında ve Batı’da İş Ortaklıkları Tarihi**, İstanbul, Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1999.
- Çonkar, M. Kemalettin: **Risk Sermayesi Finansman Yöntemi**, İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2007, s.56-57.
- Çonkar, M. Kemalettin: “Bir İslami Finansman Aracı Olarak Girişim (Risk) Sermayesi Finansman Yöntemi: Türkiye’de Geliştirme İmkânları”, **International Congress on Islamic Economics and Finance (ICISEF), Volume 1, Islamic Economics**, Sakarya, Beşiz Yayınları, 2015, s.361-380.

- Dede, Kenan: **Katılım Bankalarında Hazine Ürünleri ve Sermaye Piyasası Uygulamaları**, İstanbul, TKBB Yayınları, 2017.
- Demir, Zafer: **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin (Kobi) Finansal Problemlerinin Çözümünde Girişim Sermayesi Fon'larının Önemi ve Rolü: Katılım Bankacılığına Yeni Bir Model Önerisi**, İstanbul, 2018, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 29 Haziran 2024.
- Duman, İlksen: **Anonim Şirketlerde Oy Hakkına İlişkin Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 13 Ağustos 2024.
- Dural, Mustafa, Ögüz, Tufan: **Kişiler Hukuku**, 18. bs., İstanbul, Filiz Kitabevi, 2017.
- Emec, Ömer: **Yeni Dünya ve Yeni Finans**, İstanbul, Albaraka Yayınları, 2020.
- Eren, Fikret: **6098 Sayılı Türk Borçlar Kanununa Göre Hazırlanmış Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 18. bsk., Ankara, Yetkin Basımevi, 2015.
- Evren Yatmaz, Fulya: **Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi**, T.C. Kalkınma Bakanlığı Uzmanlık Tezi, 2012.
- Giudici, Paolo, Agstner, Peter: **Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)**, 2019, (Çevrimiçi) https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3433366, 28 Temmuz 2024.
- Gompers, Paul A.: "The Rise and Fall of Venture Capital", **Business and Economic History** 23, No:2, 1994, s.1-26, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/23702914>, 27 Temmuz 2024.
- Gompers, Paul, Lerner, Josh: "The Venture Capital Revolution", **The Journal of Economic Perspectives** 15, No:2, 2001, s.145-168, (Çevrimiçi) <http://www.jstor.org/stable/2696596>, 27 Temmuz 2024.
- Gregoriou, Greg N., Kooli, Maher, Kraeussli, Roman: **Venture Capital in Europe**, Oxford, Elsevier Inc, 2007.
- Grilli, Luca, Mrkajic, Boris, Latifi, Gresa: **Venture Capital in Europe**, 2017, (Çevrimiçi) <http://www.projectfires.eu/wp-content/uploads/2018/02/>, 28 Temmuz 2024.

- Günel, Vural,
Okat, Yalçın Özge: **Sermaye Piyasası Hukukunun Esasları**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021.
- Gündoğdu, Aysel: **Sermaye Piyasası Hukuku**, 3. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2018.
- Hacıpaşaoğlu, Mümtaz,
Şencan, Okan: **Startup Hukuku, Avukatınızdan, Yatırımcınızdan ve Rakiplerinizden Daha Becerikli Olun**, 3. bsk., İstanbul, Sola Unitas Yayınları, 2021
- Haykır, Bekir Emre: **Yatırım Fonlarında Çıkar Çatışmaları Kurucunun Hukuki Sorumluluğu Düzenleme Önerileri**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, İstanbul, 2005, (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/yayinlar/kurul-yeterlik-etutleri/kurul-yeterlik-etutleri>, 2 Kasım 2024.
- Hege, Ulrich,
Palomino, Frédéric,
Schwienbacher, Armin: **Venture Capital Performance: The Disparity Between Europe and the United States**, 2008, (Çevrimiçi) <https://ssrn.com/abstract=482322>, 28 Temmuz 2024.
- Hsu, David H.,
Kenney, Martin: **Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation, 1946-1973**, 2004, (Çevrimiçi) <https://ssrn.com/abstract=628661>, 20 Temmuz 2024.
- İnce, Salih Tayfun: **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018.
- İpekten, Berna O.: “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** 7, No:1, s.385-408, (Çevrimiçi) https://dergipark.org.tr/tr/pub/ataunisobil/issue/2817/37947#article_cite, 4 Ağustos 2024.
- İzmirli Ata, Fatma: “Yeni Nesil Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlama: Türkiye Potansiyeli”, **Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi** 16, No:2, 2018, s.273-296, (Çevrimiçi) https://dergipark.org.tr/tr/pub/cbayarsos/issue/38081/439447#article_cite, 5 Ağustos 2024.
- Kavdır, Ayşe Selin: **Pay Sahipleri Sözleşmesinde ve Esas Sözleşmede Yer Verilen Opsiyon Haklarının Etki ve Sonuçları**, <https://tez.yok.gov.tr/>, 13 Ağustos 2024.
- Kaya, Abdullah: **Dünyada ve Türkiye’de Risk Sermayesi**, Sermaye Piyasası

- Kurulu **Yeterlilik Etüdü**, Ankara, 2001, (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/yayinlar/kurul-yeterlik-etutleri/kurul-yeterlik-etutleri>, 6 Ağustos 2024.
- Kaya, Emir,
Dağlı, Alperen: “Uygulama Boyutuyla Normlar Hiyerarşisi”, **Ankara Sosyal Bilimler Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi** 5, No: 2, 2023, s.578-604, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/asbuhfd/issue/80093/1270364>, 2 Kasım 2024.
- Kildokum, Hakan: “Girişim Sermayesinin Türkiye Serüveni - Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı”, **Balkan Sosyal Bilimler Dergisi**, No:1, 2012, (Çevrimiçi) https://dergipark.org.tr/tr/pub/bsbd/issue/43799/537987#article_cite, 29 Haziran 2024
- Kocayusufpaşaoğlu,
Necip: **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, 2 c., 6. bs., C:I, İstanbul, Filiz Kitabevi, 2014.
- Kuluç, Abdullah: **Girişim Sermayesi ve İslam Hukuku Açısından Tahlili**, İstanbul, 2021, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 28 Temmuz 2024.
- Kuluçoğlu, Erdal: “Türk Hukuk Sisteminde Normlar Hiyerarşisi ve Sayıştay Denetimine Etkileri”, **Sayıştay Dergisi** 71, s.3-22, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/sayistay/issue/61527/918961>, 2 Kasım 2024.
- Kuzu, Mehmet: “Sermaye Yapısı Kararlarında Alternatif Bir Finansman Yöntemi Olarak Mezzanine Finansman”, **Finans Alanında Güncel Yaklaşımlar**, Ankara, Gazi Kitabevi, 2021, s.237-257.
- Li, Jiawen: “Venture Capital Investment: A Full Look at Its History, Importance, Investment Dynamics, Effects on Entrepreneurship, and Outlook for the Future”, **Advances in Economics Management and Political Sciences** 80, No:1, 2024, s.313-319 (Çevrimiçi) https://www.researchgate.net/publication/380496452_Venture_Capital_Investment_A_Full_Look_at_Its_History_Importance_Investment_Dynamics_Effects_on_Entrepreneurship_and_Outlook_for_the_Future 26 Temmuz 2024.
- Marangoz, Mehmet: **Girişimcilikte Güncel Konular ve Uygulamalar**, İstanbul, Beta Basım, 2016.

- McCahery, Joseph A.,
Vermeulen, Erik P.M.: **Limited Partnership Reform in the United Kingdom: A Competitive, Venture Capital Oriented Business Form**, 2004, (Çevrimiçi)
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=664166,
28 Temmuz 2024.
- Mehmetoğlu,
Hayreddin Fırat: “Türk Hukukunda İnançlı İşlemler”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi** 29, No: 2, 2023, s.1604-1643.
- Memiş, Tekin,
Turan, Gökçen: **Sermaye Piyasası Hukuku**, 5. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2020.
- Nomer Ertan, Füsün: “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası** 71, No:2, 2013, s.131-143, (Çevrimiçi)
<https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/97830>, 21
Haziran 2024
- Oğuz, Cemal: “Standart Sözleşmelerin BK. 21 İle 9912 ve 100/3 Hükümlerine Göre Hakim Tarafından Kontrolü”, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, 1998, (Çevrimiçi)
<https://tbbdergisi.barobirlik.org.tr/m1998-19981-894>, 13
Haziran 2024.
- Oğuzman, Kemal,
Öz, Turgut: **Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 6098 sayılı Yeni Türk Borçlar Kanunu’na Göre Güncellenip, Genişletilmiş 10. Bası, 2 c., C:I, İstanbul, Vedat Kitapçılık, 2012.**
- Özcan, Zeynep,
Tiftik, Mustafa: “Türk Borçlar Kanunu’na Göre Standart Sözleşmelerde İçerik Denetimi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C:XXXI, No:1, Mart 2015, s.23-58, (Çevrimiçi)
<https://www.lexpera.com.tr/literatur/batider-makaleler/turk-borclar-kanunu-na-gore-standart-sozlesmelerde-icerik-denetimi-i-standart-sozlesme-ve-genel/1>, 13 Haziran 2024.
- Özkaya, Eraslan: **Açıklamalı – İctihatlı İnançlı İşlem ve Muvazaa Davaları**, 10. bsk., Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2024.
- Ries, Eric: **The Lean Startup, How Today’s Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses**, New York, Crown Business Yayıncılık, 2011.
- Ries, Eric: **The Startup Way, How Modern Companies Use Entrepreneurial Management to Transform Culture & Drive Long-Term Growth**, New York, Currency

Yayıncılık, 2017.

- Rosenberg, David: “Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract”, **Columbia Business Law Review**, No:2, 2002, s.363-398, (Çevrimiçi) <https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/colb2002&div=13&id=&page=>, 27 Temmuz 2024.
- Sahut, Jean-Michel, Braune, Eric: **Venture Capital in Europe: Myths and Reality**, 2015, (Çevrimiçi) https://www.researchgate.net/publication/298305297_Venture_Capital_in_Europe_Myths_and_Reality, 28 Temmuz 2024.
- Sancak, Ethem: **Sermaye Piyasası Sözlüğü: Önemli 101 Kavram**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2014.
- Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu: **Sermaye Piyasası Araçları I**, y.y., Lisanslama Sınavları Çalışma Kitapları, 2015.
- Sulu, Muhammed: “Pay Sahipleri Sözleşmelerinden Kaynaklanan Uyuşmazlıkların Çözümünde Arabuluculuk ve Tahkim”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi** 8, No:2, s.511-528, (Çevrimiçi) <https://doi.org/10.55027/tfm.1051833>, 13 Ağustos 2024.
- Şekkeli, Feyzullah Esad: **Kitle Fonlamasına Dayalı Girişim Sermayesi Vakfı Model Önerisi**, 2023, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 5 Ağustos 2024.
- Şengül, Selami: **Sermaye Piyasası Mevzuatı Açıklama ve Yorumları**, Ankara, İmaj Yayınevi, 2022.
- Tanör, Reha: **Türk Sermaye Piyasası**, 2c., 2.bs., C:I, İstanbul, Beta Yayıncılık, 1999.
- The Board of The International Organization of Securities Commissions: **Open-ended Fund Liquidity and Risk Management - Good Practices and Issues for Consideration - Final Report**, 2018, (Çevrimiçi) https://www.iosco.org/v2/publications/?subsection=public_reports, 29 Haziran 2024.
- Töremiş, Hatice Ebru: **Sermaye Piyasası Faaliyetleri Bağlamında Yatırımcının Tüketici Olarak Korunması**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2022.

- Tuğ, Mehmet Arif: **Sermaye Piyasalarında Yatırım Danışmanlığı**, On İki Levha Yayıncılık, 2018, (Çevrimiçi) <https://www.lexpera.com.tr/literatur/kitaplar/b-portfoy-yonetim-sirketleri-978-605-7542-70-0>, 20 Haziran 2024.
- Yavuz, Cevdet: **Türk Borçlar Hukuku Özel Hükümler**, 9. bsk., İstanbul, Beta Yayıncılık, 2014.
- Yavuz, Erdem: “1929 Dünya Ekonomik Buhranının Türkiye’ye ve Diğer Ülkelere Olan Etkisinin İstatistik Analizi”, **Erzincan Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi** 14, No:2, s.377-390, (Çevrimiçi) <https://dergipark.org.tr/tr/pub/erzisosbil/issue/66346/1027499>, 21 Temmuz 2024
- Yeşildal, Selin: **Mezzanine (Ara) Finansmanın Girişim Şirketlerinin Finansmanında Kullanılması, GSYO ve GSYF’ler İçin Getirilebilecek Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara, 2017, (Çevrimiçi) <https://spk.gov.tr/yayinlar/kurul-yeterlik-etutleri/kurul-yeterlik-etutleri>, 15 Ağustos 2024.
- Yıldırım, Ayşe Hümay: **Portföy Yönetim Sözleşmesi**, İstanbul, 2008, s.86, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 21 Haziran 2024.
- Yıldırım, Evrim: **Kolektif Yatırım Sözleşmesi**, Ankara, 2011, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 21 Haziran 2024.
- Yıldız Destanoğlu, Burçak: **Yatırım Fonu Katılma Belgeleri**, Ankara, Türkiye, Sözkesen Matbaacılık, 2004.
- Yıldız, Burçak: **Sermaye Piyasası Hukukunda -Genel Yatırım Tavsiyesi Sunma Faaliyeti ve Yatırım Danışmanlığı Faaliyeti Kapsamında- Yatırım Tavsiyeleri**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2015, (Çevrimiçi) <https://www.lexpera.com.tr/literatur/kitaplar/a-bagimsizlik-yukumlulugu-978-975-537-234-1>, 20 Haziran 2024.
- Yıldız, Cihan: **KOBİ’ler İçin Alternatif Finansman Yöntemleri: Ara Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, 2017, (Çevrimiçi) <https://tez.yok.gov.tr/>, 15 Ağustos 2024.
- Yılmaz, Aydın: **Teknoloji ve Yazılım Şirketlerinde Vergi Uygulamaları (Kanun, Tebliğ ve Özelgeler Işığında – Açıklamalı Örneklerle)**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2020.
- Yılmaz, Gülşah: **Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma**

Hakkı Ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı, İzmir, On İki Levha Yayıncılık, 2018.

Yüksel Berktaş, Elif:

Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler, On İki Levha Yayıncılık, 2022, (Çevrimiçi)
<https://www.lexpera.com.tr/literatur/kitaplar/g-yatirimcilarin-menfaatini-korumaya-yonelik-duzenlemeler-978-625-432-340-9/1>, 20 Haziran 2024.

