

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
TİCARET HUKUKU ANABİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

GİRİŞİM ŞİRKETİ
(START-UP)

Gülhan Can AKDAĞ
2501201426

TEZ DANIŞMANI
Dr. Öğr. Üyesi M. Halil ÇONKAR

İSTANBUL – 2023

ÖZ
GİRİŞİM ŞİRKETİ (START-UP)
G. CAN AKDAĞ

Bugün birçok ülkenin girişim sermayesi ekosistemi oluşturmak amacıyla politika çalışmaları yürüttüğü görülmektedir. Çalışmamız içerisinde vurguladığımız üzere, başarılı bir girişim sermayesi ekosistemi, ekonomik anlamda birçok getiri sağlamaktadır. Bu getiriden devlet, vatandaş (tüketici), girişimci, yatırımcı ve büyük şirketler dahil birçok paydaş faydalanmaktadır.

Başarılı bir ekosistem oluşturmak için birçok unsur gerekmektedir. Ancak bu unsurlardan başlıcası uygulamadaki sorunlara cevap veren bir hukuki altyapının oluşturulmasıdır. Girişim şirketlerinin kendine has özellikleri mevcut şirketler hukuku düzenlemelerinden ayrılan yorumlara ihtiyaç duymaktadır. Bu sebeple, girişim şirketlerinin kendine özgü yönleri de dikkate alınarak yeni düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Girişim sermayesindeki tüm paydaşların menfaati, girişim şirketinin başarısı üzerine kurulu olduğundan, girişim şirketine uygun bir hukuki altyapı sunmak, aynı zamanda girişim sermayesini düzenlemek anlamına gelmektedir.

Girişim şirketlerine ilişkin sorunları tespit ederken pratikteki gözlemlerimiz, uygulamacı görüşleri/şikayetleri (girişimci, fon, yatırımcı, hukukçu), karşılaştırmalı hukuk ve regülasyon çalışmalarından faydalanılmıştır. Tespit edilen her bir sorun yabancı hukuk yaklaşımları dikkate alınarak, Türk hukukuna uygun önerilerle çözüme bağlanmıştır. Hedefimiz, Türk hukuku kapsamında konuya ilişkin bir düzenleme çalışması yapılması halinde kısmen de olsa rehberlik edebilecek bir çalışma ortaya koymaktır.

Bu kapsamda ilk olarak ekosistemi tanıtmak amacıyla girişim sermayesi aktörlerine yer verilmiştir. Takiben ikinci bölümde kuruluş, çalışan pay edindirme uygulamaları, girişim sermayesine özgü erken aşama finansman sözleşmeleri ve uygulamada karşılaşılan diğer sorunlar incelenmiştir. Nihayet Sonuç başlıklı son bölümde tüm önerilerimize toplu olarak yer verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: venture capital, start-up, girişim şirketi, girişim sermayesi, convertible note, borç sermaye karması sözleşme, SAFE, KISS, çalışan pay edindirme, employee stock option, erken aşama finansman, girişim finansmanı



ABSTRACT

START-UP

G. CAN AKDAĞ

Today, many countries have policy objectives that create an attractive venture capital ecosystem. As we emphasized in our study, a successful venture capital ecosystem provides uncountable economic returns. Including the state, citizens (consumers), entrepreneurs, investors and large companies, many stakeholders benefit from these economic advantages.

Creating a successful venture capital ecosystem requires numerous elements. However, the most prominent element is the legal infrastructure that responds to the problems faced in practice. The unique characteristics of startups need evaluations that differ from existing corporate law regulations. Hence, it is necessary to draft new regulations by taking into account this unique aspects of startups. The legal infrastructure meeting the needs of startup, essentially means regulating the venture capital, since the interests of all stakeholders in venture capital ecosystem are based on the success of the startups.

While identifying the problems faced by startups, we used our observations in practice, practitioner opinions/complaints (entrepreneur, fund, investor, lawyer), comparative law and ongoing regulation objectives. Considering comparative law approaches, for each problem we identified, we make suggestions in line with the Turkish law. Our primary motivation is presenting a study that can be used as a guidance, in case of a regulation process within the scope of Turkish law.

In this context, firstly, we describe the venture capital actors in order to introduce the ecosystem. Secondly, we examine the establishment, employee stock ownership plans, the agreements used in early stage financing specific to venture capital, and other problems faced in practice. Finally, in the last section, our suggestions are considered together.

Anahtar Kelimeler: venture capital, start-up, convertible note, SAFE, KISS, employee stock option, employee stock ownership, early stage financing, stage financing, entrepreneurial financing, startup financing

ÖNSÖZ

Girişim sermayesi, birçok devlet tarafından “regölasyon rekabetine” konu olan ve yeni ekonomi politikalarının temelini teşkil edecek bir alandır. Avrupa Birliği tarafından girişim sermayesinin “yeni açık, dijital ve sürdürülebilir ekonomi”, “teknolojik bağımsızlık” gibi vurgularla ele alınması ve yapılacak düzenlemeler neticesinde 2.000 milyar Euro GDP ve 1 milyon yeni iş potansiyeli hedeflenmesi konunun önemini ortaya koymaktadır. Başarılı bir girişim sermayesi ekosistemi oluşturmanın ilk adımı ise girişim şirketleri (startup) için uygun bir hukuki altyapı oluşturmaktır.

Konuya başlarken yaşanan en büyük zorluk, konuyu ele alan eser sayısının yok denilebilecek kadar az olmasıdır. Birkaç altbaşlığa ilişkin az sayıda yerli eser haricinde konuya ilişkin kapsamlı bir çalışma bulunmamaktadır. Yabancı eserlerde ise yine sayı bakımından azlık bulunmaktadır. Yine yabancı eserlerde dahi konuyu “toplu olarak” ele alan bir örneğe rastlanılmamıştır. Bu durum girişim sermayesinin uygulamayla gelişen yapısından kaynaklanmaktadır. Açıklanan bu durum sebebiyle, konunun “sıfırdan sistematığe oturtulması”, her bir sorunun tespiti ve buna ilişkin Türk hukuku özelinde önerilerde bulunulması büyük emek ve zorluklara konu olmuştur. Nihayetinde bu eser ortaya çıkmıştır. Dileriz ki, hedeflediğimiz gibi uygulamaya ve mevzuat çalışmalarına faydamız olur ve amacına ulaşır.

Çalışmamıza akademik danışmanlık sağlayan sayın Dr. Halil Çonkar Hocam ile konuya ilişkin akademik desteğini sunan Prof. Dr. Abuzer Kendigelen ve Prof. Dr. Füsün Nomer Hocalarıma teşekkür ederim. Çalışmalarımız sırasında Amerikan hukukuna ilişkin tartışmalarda bulunan Dr. John Coyle’a katkısı için teşekkür ederim.

Bu vesileyle, kendisiyle tanışırken hukuki bilgimle teknolojiye olan ilgimi nasıl birleştireceğim konusunda soru işaretlerini paylaştığım ancak bugün bu soru işaretlerinin kalkmasına vesile olan ve çalışmamızın konusunun kendisinin başlattığı bir “sürecin” neticesinde şekillendiği sayın Faruk Eczacıbaşı’na teşekkürlerimi sunarım.

Son olarak bir yandan avukatlık yaparken bir yandan tez yazma sürecinin yarattığı yoğun “zamansızlık” ve “stres” yansımalarına katlanan ve desteklerini hiç kesmeyen aileme teşekkür ederim.

G. Can Akdağ

İSTANBUL, 2023

İÇİNDEKİLER

	<u>Say</u>
	<u>fa</u>
ÖZ.....	ii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİNE GİRİŞ

I. Girişim Sermayesinin Ana Aktörleri.....	8
A. Girişim Şirketi (“Start-up”) ve Girişimci.....	8
B. Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (“Venture Capital Fund”)...	9
1. Tanım.....	9
a. Nitelikli Yatırımcı.....	10
b. Katılma Payı – İştirak Payı Kavramları.....	12
c. İnançlı Mülkiyet.....	14
d. Faaliyet İzni.....	15
e. Kurucu Olabilecek Şirketler.....	15
f. Tüzel Kişiliği Bulunmayan Malvarlığı.....	15
2. Faaliyet.....	16
a. Girişim Sermayesi Yatırımları.....	16
b. İzin Verilen Diğer İşler.....	18
c. Açığa Satış ve Diğer Yasaklar.....	19
C. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı	20
1. Tanım.....	21
a. Belirli Haklardan Oluşan Porftöyü İşletme Amacı...	22
b. Pay İhracı.....	22
(1) Halka Arz.....	24
(2) Nitelikli Yatırımcıya İhraç.....	24

c. Kuruluş veya Dönüşüm İzni.....	26
d. Kayıtlı Sermaye Sistemine Tabi Anonim Ortaklık...	28
2. Faaliyet.....	28
a. Girişim Sermayesi Yatırımları.....	29
b. İzin Verilen Diğer İşler.....	31
D. GSYF ve GSYO Bakımından Ortak Değerlendirme: Vergisel	32
Avantajlar.....	
1. Kurumlar Vergisi Kanunu Uyarınca Kazanç İstisnası.....	33
2. Kurumlar Vergisi Kanunu Uyarınca Katılım Payları ve	33
Hisse Senetlerinden Elde Edilen Kâr Paylarına İlişkin	
İstisna.....	
3. Stopaj.....	33
4. Fon Ayırma İmkânı.....	34
5. Damga Vergisi.....	34
E. Melek Yatırımcı.....	34
1. Genel Olarak.....	35
2. BKS Yönetmeliği Kapsamında Bireysel Katılım Yatırımcısı	35
Tanımı.....	
a. Bireysel Katılım Yatırımcısı.....	36
(1) Yüksek Gelir veya Servet ya da Tecrübe...	36
(2) Gerçek Kişi.....	37
(3) Başlangıç ve Büyüme Aşamasındaki	38
Şirketlere Yatırım.....	
b. BKY Ortak Yatırımı.....	41
3. Tanımların İşlevi: Vergi Teşviki.....	42
a. Genel Olarak.....	42
b. Şartları.....	42
(1) Bireysel Katılım Yatırımcısı.....	42
(2) Girişim Şirketi.....	43
(3) Faaliyet.....	43
(4) Sınırlar.....	43

(5) 2 Yıl Elde Tutma	44
c. Usul.....	45
d. Şartların İhlali.....	46
F. Kitle Fonlaması.....	46
1. Genel Olarak.....	46
2. Kitle Fonlaması Platformları.....	49
3. Paya Dayalı Kitle Fonlaması.....	52
4. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması.....	57
G. Kripto Varlık İlk Arzı.....	59
1. Genel Olarak.....	59
2. İlk Arz Türleri.....	68
a. ICO.....	68
b. STO.....	71
c. IEO.....	71
d. IDO.....	72
e. IFO.....	73
f. IGO.....	74
g. FTO.....	74
h. ILO.....	74
H. Diğer	75
1. Özel Sermaye Fonu (“Private Equity”).....	76
2. Stratejik Yatırımcı (“Strategical Partnership”).....	76
3. Serbest Yatırım Fonu (“Hedge Fund”).....	76
4. Banka.....	77
5. Kamu.....	77
6. Etki Girişimi, Etki Yatırımı (“Impact Investing”), Etki Fonu (“Impact Fund”).....	77
7. Bölünme Şirketi (“Spin-off”).....	78
II. Girişim Sermayesi Politikaları ve Ekonomik Önemi.....	79
A. Genel Olarak.....	79
B. Yeni Bir Sosyal Sınıf: Beklentiler ve Ekonomik Fayda.....	80

C. Başarılı Sistem Örnekleri ve Çalışmalar.....	83
1. Politika: Atılabilecek Adımlar.....	83
2. Sistem Örnekleri ve Çalışmalar.....	86
a. Amerika Birleşik Devletleri.....	86
b. Avrupa Birliği.....	88
c. Birleşik Krallık.....	90
d. İtalya.....	91
e. Diğer Ülkeler.....	92
D. Türkiye ve Düzenleme Beklentisi.....	93

İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM ŞİRKETLERİNE İLİŞKİN UYGULAMADA KARŞILAŞILAN HUKUKİ SORUNLAR

I. Kuruluş.....	96
A. Genel Olarak.....	96
B. Şirket Tipleri.....	98
1. Genel Olarak.....	98
2. Anonim Şirket ve Limited Şirket Karşılaştırması.....	101
C. Girişimcilerin Kuruluşta Karşılaştığı Sorunlar.....	104
1. Mevcut Şirket Tiplerinin İhtiyaçları Karşılamaması.....	104
a. Asgari Sermaye.....	104
b. Serbestlik ve Esneklik.....	114
2. Masraf, Süre ve Zorluk.....	117
3. Bir Aynı Sermaye Olarak Fikir.....	120
D. Regülasyon Arbitrajı.....	122
1. Genel Olarak.....	122
2. Flipping.....	126
II. Çalışan Pay Edindirme Uygulamaları.....	130
A. Genel Olarak.....	130
1. Pay Edindirilen Kişiyi Göre Pay Edindirme.....	131
a. Çalışan.....	131
b. Yönetim Kurulu Üyeleri ve Üst Düzey Yöneticilerin	133

Durumu.....	
2. Pay Edindirme Planları ve Plana Dayanmaksızın Pay Edindirme.....	137
a. Pay Edindirme Planları.....	137
(1) Çalışan Pay Alım Planları (“Employee Stock Purchase Plans”).....	138
(2) Çalışan Pay Sahipliği Planları (“Employee Stock Ownership Plans”).....	138
(3) Çalışan Pay Opsiyonu Planları (“Employee Stock Option Plans”).....	139
b. Plana Dayanmaksızın Pay Edindirme.....	139
3. Çalışan Pay Edindirme Yöntemleri.....	139
a. Pay Devri.....	139
(1) Pay Sahiplerinin Kendi Payını Devri.....	140
(2) Şirketin Kendi Payını Devri.....	141
b. Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı.....	143
(1) Sermaye Artırımı Süreci.....	144
(2) Sermaye Artırım Kararı.....	146
(3) Rüçhan Hakkı.....	147
(4) İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu.....	149
(5) İştirak Taahhüdü	152
c. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....	154
(1) Sermaye Artırımı Süreci.....	155
(2) Esas Sözleşmede Hüküm Olması Gerekliliği	157
(3) Pay Alım Hakkı (ve Paya Dönüştürülebilir Tahvil).....	160
(4) Değişirme ve Alım Haklarının Kullanılması – “İştirak Taahhüdü”.....	165
(5) Taahhüdün İfası.....	166
(6) Pay Sahiplerinin Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı.....	168

(7) Değişirme ve Alım Hakkı Sahiplerinin	169
Korunması.....	
d. Halka İlk Arz.....	171
e. Çalışan Yararına Vakıf Kurmak.....	171
4. Kaldıraçlı İşlemler Kapsamında Finansal Yardım Yasağı....	173
5. Geri Satma Hakkı (“Put Option”), Geriye Alım Hakkı ve	174
Ön Alım Hakkı.....	
a. Geri Satma Hakkı (“Put Option”).....	174
b. Geriye Alım Hakkı.....	174
c. Ön Alım Hakkı.....	175
6. Hayalet Paylar (“Phantom Stock”).....	175
a. Açıklamalar.....	175
b. Oysuz Paylar ve Katılma İntifa Senetleriyle	176
Karşılaştırma.....	
B. Girişim Şirketleri Bakımından Değerlendirme.....	177
1. Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi.....	178
a. Kişi Bakımından.....	178
b. Yöntem Bakımından.....	179
(1) Pay Devri.....	179
(2) Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı	181
(3) Şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....	182
(4) Toplu Değerlendirme.....	183
2. Pay Opsiyonlarının Ücret Olarak Vergilendirilmesi.....	183
a. Üç Aşama: “Granting”, “Vesting”, “Exercising”.....	184
b. Türkiye ve Örnek Düzenlemeler.....	184
III. Girişim Şirketinin Erken Aşama Finansmanı.....	187
A. Genel Olarak	187
1. Yatırım Turları.....	187
2. Yatırım Süreci.....	189
a. Gizlilik Sözleşmesi (“NDA”).....	190
b. Müzakere Sürecinin Belirlenmesi.....	191

(1) Niyet Mektubu (“Letter of Intent”).....	191
(2) Sürece Katılmaya Davet Mektubu (“Process Letter”).....	192
(3) Ticari Şartlara İlişkin Anlaşma (“Termsheet”).....	192
c. İnceleme (“Due Diligence”).....	193
d. El Sıkışma (“Handshake Deal”).....	193
e. Nihai Sözleşmeler.....	194
B. Girişim Şirketlerinin Erken Aşama Finansmanında Kullanılan Özel Sözleşme Tipleri.....	194
1. Sözleşmelerin Kökeni ve Gelişim Süreci.....	194
a. Değişimden Önceki Durum.....	196
(1) Pay Karşılığı Yatırım.....	196
(2) Borç Sermaye Karmasının İlk Görünümü: Köprü Finansman.....	197
b. Değişim: Teknolojinin Gelişmesi.....	198
(1) Borç Sermaye Karması Sözleşmeler.....	200
(2) Pay Karşılığı Yatırımlarda Sadeleşme.....	201
2. Borç Sermaye Karması Sözleşme (“Convertible Note”)....	203
a. Tanım ve Karma Nitelik.....	203
b. Unsurları ve İçeriği.....	203
c. Avantaj ve Dezavantajları.....	205
d. Hukuki Altyapı.....	207
(1) Borçlar Hukuku Sözleşmesi.....	209
(2) Paya Dönüştürülebilir Tahvil ve Şarta Bağlı Sermaye Artırımı.....	213
e. Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Öneriler.....	216
3. Simple Agreement for Future Equity (“SAFE”).....	219
a. Borç Sermaye Karması Sözleşmeden Doğan Sorunlara Çözüm.....	219

b. Özellikleri ve Türleri.....	220
c. Niteliği.....	222
d. İşleyişi.....	223
e. Avantaj ve Dezavantajları.....	224
f. Kitle Fonlamasına Uygun Olmaması.....	226
g. Hukuki Altyapı.....	228
h. Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Öneriler.....	228
4. Simple Agreement for Future Tokens (“SAFT”).....	228
5. Keep It Simple Security (“KISS”).....	231
a. Türleri.....	231
b. Niteliği.....	231
c. SAFE ve Borç Sermaye Karması Sözleşmeden Farkları.....	231
d. Henüz Diğer Sözleşmeler Kadar Yaygın Kullanılmaması.....	233
e. Hukuki Altyapı, Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Öneriler.....	233
6. Diğer Erken Aşama Finansman Yöntemleri.....	233
a. Kazanca Dayalı Finansman (“Revenue Based Financing”).....	234
b. Kâr Payı Talebi (“Demand Dividend”).....	235
c. Girişim Borcu (“Venture Debt”).....	236
d. Sadeleşmiş Pay Karşılığı Yatırım.....	236
e. ICO ve Kitle Fonlaması.....	237
f. NFT.....	237
7. Yeni Bir Sınıflandırma Önerisi.....	237
IV. Uygulamada Karşılaşılan Diğer Sorunlar.....	240
A. Ayni Sermaye Taahhüdü.....	240
1. Ayni Sermaye Olarak Fikri ve Sınai Haklar.....	240
2. Ayni Sermaye Olarak Alacak Hakkı.....	241

3. Değerleme Sorunu.....	242
4. Değerlendirme ve Öneriler.....	243
B. TK m. 376 Hükmünden Kaynaklanan Sorunlar (Sermaye Kaybı ve Borca Batıklık).....	246
C. Girişim Şirketlerine Yapılan Yatırımlarda Rekabet Kurulu İzni....	248
1. Uygulamada Sık Kullanılan İmtiyazlar ve “Ortak Kontrol”..	248
2. 2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ.....	250
a. Kapsam: Kontrol Devri ve Ciro Eşikleri.....	250
b. Teknoloji Teşebbüsü Tanımı ve Teknoloji Teşebbüsüne Uygulanacak Ciro Eşikleri.....	251
c. Öldürücü Devralma (“Killer Acquisitions”).....	252
3. Konunun Girişim Şirketlerine Yapılan Yatırımlar Bakımından Değerlendirilmesi ve Öneriler.....	254
D. Damga Vergisi.....	257
E. Genel Kurula Vekaletnameyle Katılım Sorunu.....	258
SONUÇ	260
KAYNAKÇA	276

KISALTMALAR LİSTESİ

a.e.	: Aynı eser
a.g.e.	: Adı geçen eser
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Ar-Ge	: Araştırma Geliştirme
BK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
BKS Yönetmeliği	: 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı RG’de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik
BKY	: Bireysel Katılım Yatırımcısı
bkz.	: Bakınız
Borçlanma Araçları Tebliği	: 07/06/2013 tarihli ve 28670 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Borçlanma Araçları Tebliği (VII-128.8)
C	: Cilt
c.	: Cümle
dn.	: Dipnot
ed.	: Editör
EU	: European Union
f.	: Fıkra
FTO	: Fan Token Offering
Genel Kurul Yönetmeliği	: 28.11.2012 tarihli ve 28481 sayılı RG’de yayımlanan Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Bakanlık Temsilcileri Hakkında Yönetmelik
GSYF	: Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
GSYF Tebliği	: 02.01.2014 tarihli ve 28870 sayılı RG’de yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)
GSYO	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
GSYO Tebliği	: 09.10.2013 tarihli ve 28790 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)
ICO	: Initial Coin Offering
IDO	: Initial Dex Offering
IEO	: Initial Exchange Offering

IFO	: Initial Farm Offering
IGO	: Initial Game Offering
İş Kanunu	: 4857 sayılı İş Kanunu
Karş.	: Karşılaştırınız
KFT	: 27.10.2021 tarihli ve 31641 sayılı RG’de yayımlanan Kitle Fonlaması Tebliği (III-35/A.2)
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KOBİ Yönetmeliği	: 18.11.2005 tarihli ve 25997 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
m.	: Madde
MERSİS	: Merkezi Sicil Kayıt Sistemi
MiCa	: Markets in Crypto-assets isimli EU Regülasyon teklifi
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
n.	: Kenar numarası
Pay Alım Teklifi Tebliği	: 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1)
Pay Tebliği	: 22.06.2013 tarihli ve 28685 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanan Pay Tebliği (VII-28.1)
RG	: Resmi Gazete
S	: Sayı
s.	: Sayfa
SEC	: Securities and Exchange Commission (ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu)
Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği	: 28.06.2013 tarihli ve 28961 sayılı RG’de yayımlanan Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği (II-5.2)
SerPK	: 6/12/2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SET	: Son Erişim Tarihi
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu

STO	: Security Token Offering
TK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TSY	: 27.01.2013 tarihli ve 28541 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Ticaret Sicili Yönetmeliği
TTSG	: Türk Ticaret Sicili Gazetesi
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kuruluşu
vb.	: Ve benzeri
vd.	: Ve devamı
ViOP	: Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları
Yatırım Kuruluşları Tebliği	: 17.12.2013 tarihli ve 28854 sayılı RG’de yayımlanan Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ (III-39.1)

GİRİŞ

Avrupa ülkeleri ve Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere, ülkeler veri ve teknoloji temelli yeni bir ekonomiye geçmektedir. Hızlı büyüme potansiyeli olan, çevik operasyon ekiplerine sahip, genellikle teknoloji temelli olan girişim şirketleri (start-up), yeni ekonomiye ve dijital dünyaya açılan bir kapı olarak görülmektedir. Öyle ki, yerleşik büyük şirketlere kıyasla inovasyona daha uygun olan girişim şirketlerinin, işsizlik sorununu çözeceği ve bununla kalmayıp ülkelere muazzam bir ekonomik katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu şirketlerin, doğru bir ekosistem kurulduğunda, inovasyon ve rekabeti artırarak sürdürülebilir ekonomiyi güçlendirmek için kullanılabileceği belirtilmektedir. Gerçekten AB tarafından yapılan çalışmalarda teknoloji temelli bu şirketlerin hedeflenen faydalar elde ediliğinde 2.000.000.000.000 Euro gayri safi yurtiçi hasıla (GDP) ve 1 milyona yakın yeni iş yaratabilecekleri belirtilmekte ve girişim şirketleri “Avrupa’nın yeni liderleri” olarak betimlenmektedir¹. Bugün en zengin şirketlerin, bir zamanlar girişim şirketi olmaları ve şuanki konumlarına çok kısa sürede ulaşmaları girişim şirketlerinin nasıl bir potansiyel arz ettiğini ortaya koymaktadır. Özellikle veri ve teknoloji temelli yapıları sayesinde, eski büyük şirketlere kıyasla, bu şirketlerin büyüdükçe “zayıflamaları” da pek mümkün görülmediğinden sürdürülebilir bir ekonomi için önemli bir basamak olarak görülmektedir. Öte yandan girişim şirketlerinin ölçeklenerek büyük şirketler haline gelmesinin, sürdürülebilir, dijital ve açık bir ekonomiye ek olarak teknolojik bağımsızlığın da bir aracı olduğu ifade edilmektedir².

Girişim şirketleri ve bu şirketlerin zorunlu olarak ihtiyaç duyduğu girişim sermayesi yatırımcıları diğer birtakım unsurlarla birlikte bütün olarak “girişim sermayesi ekosistemini” oluşturmaktadır. Bu noktada belirtelim ki, çalışmamızda girişim sermayesini dar anlamıyla “venture capital” kavramına indirgemektense, girişim sermayesi yatırımcıları ve ekosistemi oluşturan tüm unsurları içerecek şekilde geniş anlamda kullanmayı tercih ediyoruz.

Girişim şirketlerinden hedeflenen ekonomik faydaların elde edilmesi başarılı bir ekosistem kurulmasına bağlıdır. Silikon Vadisi tüm dünyanın örnek aldığı bir

¹ AB, **Start-up Scale-up Initiative**, s. 2.

² AB, **Standard of Excellence**.

ekosistem olarak ABD'yi öne çıkarmaktadır: Tüm bölgeye yayılan girişimcilik kültürü, büyük şirketler ve girişimciler arası işbirlikleri, kuluçka merkezleri, hızlandırıcılar, yatırımcılar, hukuk, destekler, Stanford Üniversitesi başta olmak üzere üniversitenin katkısı gibi çeşitli faktörlerin bir araya gelmesiyle oluşan ve yıllara yayılan bir tecrübe. Google, Facebook, Apple, Amazon, Uber, Tesla, Intel gibi devleri çıkaran Silikon Vadisi bugün ABD dışındaki girişimcilerin bile şartlar izin verdiği ölçüde ilk tercihi olmaktadır. Bu başarılı örnekten hareketle gerek Avrupa Birliği birlik politikası olarak gerekse de üye ülkeler bireysel olarak çeşitli çalışmalar yaparak benzer bir ekosistem kurma faaliyetleri yürütmektedir. Bu çalışmaların bir kısmının teşviklere ağırlık verdiği, bir kısmının sadece belirli alanlara yöneldiği (fintech, kripto varlık gibi), bir kısmının ise genel olarak ancak sınırlı bir şekilde mevcut hukuk kurallarına “yama” yapmayı tercih ettiği görülmektedir. Ancak yeni bir ekosistem kurmak için tüm unsurarın dikkate alındığı kapsamlı bir “reform” gerekmektedir. Bu yönde bir reformu, yaşadığı derin ekonomik krizden çıkmak amacıyla İtalya gerçekleştirmiş ve büyük ölçüde başarılı olmuştur. Nitekim İtalyan uzmanlar, İtalya'nın diğer Avrupa ülkeleri için olumlu bir örnek haline geldiğini belirtmektedir.³

Hukuk kuralları, başarılı bir girişim sermayesi ekosistemi yaratabilmek için düzenlenmesi gereken çeşitli unsurlardan sadece bir tanesi olmakla birlikte, aynı zamanda en önemlilerinden biridir. Girişim sermayesi ekosistemine yönelik hukuk kurallarının bir kısmının fintech, deeptech, yapay zeka gibi özel alanları regüle etmeye yöneldiği görülmektedir. Ancak bu noktaya gelmeden önce sağlam bir altyapı kurabilmek önem taşımaktadır. Çeşitli alanlara ilişkin yapılan düzenlemeler, belirli bir alanda faaliyet sürdüren şirketleri düzenlemektedir; ancak bu şirketlere ilişkin altyapı sağlam olmadığı müddetçe bu şirketler faaliyete geçmeyeceğine göre yapılan düzenlemelerin temelinin boş olduğu görülecektir. Bir sistem kuruluyorsa öncelikle sistemin temellerini sağlam atmak gerekir. Bu sistemin temelleri, tüm dünya tarafından tercih edilebilir bir girişim şirketi uygulaması kazanacak kadar sağlam olduğu takdirde, yapılan sektörel bazı düzenlemeler gerçek anlamını ve

³ Paolo Giudici, Peter Agstner, Antonio Capizzi, “The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Law Working Paper No: 662/2022, s. 3.

işlevini kazanacaktır. Nitekim Türkiye uzun bir süredir bu konuda çeşitli atılımlarda bulunmakta ise de yapılan teşvikler, fintech, e-ticaret ve KVKK alanlarındaki düzenlemeler veya “Bilişim Vadisi” projesi Türkiye’yi henüz hedeflenen noktaya getirememektedir. Bu sebeple uygulamanın sesine kulak vererek, girişim şirketlerinin yaşadığı somut sorunlara çözüm bulmak ve karşılaştırmalı hukuktaki yöntemleri dikkate almak suretiyle hem yerli hem de yabancı girişimci ve yatırımcılar nezdinde Türkiye’yi tercih edilir hale getirmek gerekmektedir.

Bu noktada amaç girişim sermayesi ekosistemini güçlendirmekse neden girişim şirketlerine odaklanılmalı şeklinde bir tereddüt oluşabilir. Tekrar edelim ki, ekosistemi tüm unsurlarıyla beraber inşa etmek gerekir. Teşvikler, üniversite işbirliği, büyük şirketlerin dahil edilmesi, hızlandırıcılar, girişimcilik kültürü gibi hukuk dışı unsurları bir kenara bırakırsak ve henüz açıkladığımız sektör bazlı düzenlemelerin ikincil boyutunu dikkate alırsak, geriye yatırımcılar ve girişim şirketleri için yapılan düzenlemeler kalmaktadır. Elbette yatırımcılar -örneğin GSYF, GSYO veya melek yatırımcı- için yapılacak regülatif düzenlemeler ve teşvikler de çok önemlidir. Ancak bugün uygulamada doğrudan bir fon ile görüşüldüğünde dahi ekosistemden beklentisinin öncelikle girişim şirketlerine ilişkin uygun hukuki altyapı olduğu görülecektir. Zira girişim şirketi adeta altın yumurtlayan bir tavuk olarak ekosistemin merkezinde yer almaktadır. Girişimci, yatırımcı, devlet ekonomisi, hızlandırıcılar, kuluçka merkezleri kısacası neredeyse tüm paydaşlar girişim şirketinin üzerinden kazanç elde edecektir. Bu sebeple girişim şirketine ilişkin düzenlemelerin odak noktada olması makul karşılanmalıdır.

Girişim şirketlerine ilişkin hukuki düzenleme söz konusu olduğunda ise, konunun özünde yine şirketler hukuku olduğu ve ayrıca girişim şirketine veya “girişim şirketi hukukuna” gerek olmadığı şeklinde eleştiri ve tereddütler yaşanmaktadır. Bu konudaki kanaatimiz borçlar hukuku ve ticaret hukuku arasındaki ilişkiye benzer bir durumun girişim şirketleri için de geçerli olduğu yönündedir. Özel hukuk ilişkilerinin genel itibarıyla borçlar hukuku kökeni tartışmasıdır. Ancak ticaret hayatının gereklilikleri ve buna ilişkin değişen dinamikler/menfaatler borçlar hukukundan ayrılan fakat özünde borçlar hukukunu barındıran ticaret hukukunu doğurmuştur. Örneğin alacağın devri müessesesinin ticaret hayatının hızına uygun düşmemesi, tedavül kabiliyeti ihtiyacını karşılayacak şekilde kendine has kuralları

olan kıymetli evrak hukukunu geliştirmiştir. İşte benzer şekilde, bugün girişim sermayesinde görülen ihtiyaçlar ve dinamikler sebebiyle genel şirketler hukukundan farklı düzenlemelere ihtiyaç duyulmaktadır. Dolayısıyla nasıl ki, borçlar hukuku varken ticaret hukuku gerekli midir şeklinde bir soru pratik önemini yitirdiyse, bugün olmasa dahi ilerleyen süreçte, şirketler hukukunun genel düzenlemeleri varken girişim şirketlerine özel düzenlemelere gerek var mı sorusu da önemini yitirecektir. Zira girişim sermayesinin kendine özgü nitelikleri mevcut kuralların ihdas amacına uygun bir şekilde uygulanmasına elverişli değildir.

Çalışmamızda mümkün olduğunca mevcut hükümlerin girişim şirketlerine ilişkin hangi özellikleri  ng remediğine ve hangi sebeplerle eksik kaldığına işaret ederek eksikliğin nasıl giderilebileceğine yer verdik. Temas edilen konular bakımından çalışma, teorik tartişmalardan ziyade pratik    mlere ve uygulamaya odaklanmıştır. Bu bağlamda, karşılaştırmalı hukuktaki örneklere başvurularak yaşanan sorunlara    m önerilerinde bulunulmuş ve bu önerilere dair teorik altyapıya yer verilmiştir. Çalışmamızın içeriğini oluşturan uygulamada karşılaşılan sorunların tespitinde bizatihi saha tecrübemiz ve bu konu hakkında girişim sermayesi yatırım fonları dahil olmak üzere yatırımcı ve girişimcilerle yaptığımız görüşmelerde şahit olduğumuz “yakınmalar” ile  zel İhtisas Komisyonu Raporları başta olmak üzere kamu kurumlarındaki politika belgeleri belirleyici olmuştur.

Çalışmamızın ilk bölümünde girişim sermayesinin aktörleri olarak isimlendirdiğimiz başlıca ekosistem paydaşlarına yer verilmiştir. Bu kapsamda her bir aktör için çalışma kapsamını aşmayacak şekilde, yer yer detaylı olabilen “nokta atışı” açıklamalara yer verilmiştir. Takiben girişim sermayesinin bir politika olarak önemi değerlendirilmiş ve Türkiye’nin girişim sermayesi politikalarından nasıl bir fayda elde edeceği açıklanmıştır. Diğer bir deyişle, bu çalışmada üzerinde durulan hukuki meselelerin devlet tarafından girişim sermayesi politikası olarak uygulanması halinde elde edilecek ekonomik ve ticari karşılığa odaklanılmıştır.

İkinci bölümde ise bir hukuk metni olan çalışmamızın asıl konusunu oluşturan uygulamada karşılaşılan sorunlara, bu sorunların kaynaklandığı mevcut hukuki düzenlemelere, yabancı ülkelerdeki    mlere ve nihayet Türkiye özelinde uygulanabilecek    m önerilerine yer verilmiştir. Bu kapsamda, girişim şirketinin (“start-up”) ilk adımı olan “start” verebilmek için ihtiyaç duyulan şirket kuruluşu

işlenmiştir. Şirket kuruluşuna ilişkin asgari sermaye şartı, esneklik (“flexibility”), şirket kuruluş sürecinin masraflı, zorlu ve uzun olması gibi hususlar üzerinde durulmuştur. Sonrasında girişim şirketlerinin kurulduktan hemen sonra ihtiyaç duyduğu nitelikli çalışanları ikna edebilmek için sıklıkla başvurduğu çalışan pay edindirme uygulamalarına yer verilmiştir. Çalışan pay edindirme uygulamalarının hangi yöntemlerle gerçekleştirilebileceği, Türkiye’deki mevcut kurallar çerçevesinde nasıl yapılabileceği, yurtdışındaki örneklerde nasıl olduğu ve Türk uygulamasının hangi değişikliklerle daha iyi hale gelebileceği tartışılmıştır. Şirket kuruluşunu tamamlayan ve gerekli ekibe kavuşan girişim şirketinin faaliyetini devam ettirebilmesi için çeşitli aşamalarda finansman ihtiyacı bulunmaktadır. Bu kapsamda girişim şirketlerinin finansman ihtiyacını ne şekilde karşıladığı; yatırım turlarının ve yatırım sürecinin ne şekilde gerçekleştiği açıklandıktan sonra erken aşama girişim sermayesi yatırımları özelinde girişim sermayesi uygulamasında yerleşmiş olan kendine özgü sözleşmelere yer verilmiştir. Bu sözleşmeler detaylıca açıklanarak, hukuki altyapısı değerlendirilmiş ve karşılaştırmalı hukuk ile Türk hukuku arasındaki anlayış farkına dikkat çekilerek önerilerde bulunulmuştur. Yine girişim şirketlerinin başvurabileceği diğer finansman yöntemleri ayrıca bir özellik arz etmemeleri sebebiyle çalışma kapsamını aşmamak amacıyla çok detaya girmeden açıklanmıştır. Nihayet “yeni bir yaklaşım” gerektirmeyen, sadece “ufak düzeltmelere” ihtiyaç duyan ve bu sebeple uzun açıklamalardan ziyade kısaca sorun tespiti ve çözüm önerisine yer verilen “diğer sorunlar” tartışılmıştır. Bunlar aynı sermaye artırımında mahkeme tarafından bilirkişi atanarak değerlendirilmesi, sermaye kaybı ve borca batıklığa ilişkin TK m. 376 hükmü, girişim sermayesi yatırımlarında Rekabet Kurulu’ndan izin alınma gerekliliği ihtimali, damga vergisi ve genel kurula vekaletnameyle katılımda yaşanan sorunlardır. Bu sorunların yaşanma sebebi kuralların kendisinde bir eksiklik bulunmasından değil; kuralların düzenlenişi itibarıyla girişim şirketlerinin özelliklerini öngörememesinden kaynaklanmaktadır. Örneğin sermaye kaybı ve borca batıklığa ilişkin TK m. 376 varlık amacı itibarıyla önemli bir işleve sahiptir. Ancak girişim şirketlerinin nitelikleri itibarıyla “benzin doldurup tüketmeye” benzeyen kaynak kullanımı sebebiyle genellikle bu madde kapsamına girecek olması öngörülmemiştir. Yatırımcıya -özellikle yabancı yatırımcıya- bu şirketin yasal olarak iflas riski altında olduğunu ancak gerçekte böyle

olmadığını ifade etmek pek kolay olmayabilmektedir. Benzer şekilde, Rekabet Kurulu izni rekabetin korunması için tüm dünya tarafından benimsenen bir yöntem olmakla birlikte, girişim sermayesi yatırımlarının Rekabet Kurulu iznine tabi olması çoğu zaman “izin” prosedürünün amacı dışında kalmaktadır. Yine genel kurula katılım için vekaletnameye dair aranan özellikler normal şartlar altında kabul edilebilir nitelikte olmakla birlikte, yabancı yatırımcının da aralarında bulunduğu çok sayıda pay sahibi söz konusu olduğunda girişim şirketlerinin her bir genel kurul için ayrıca vekaletname alması ve bunu başarırken toplantı tarihine riayet edebilmesi operasyonel anlamda çok güç olmaktadır.

Bu bölümdeki konu başlıklarında, -diğer sorunların toplu değerlendirildiği alt başlığa gelene kadar- mümkün olduğunca kronolojik sıraya hassasiyet gösterilmiştir. Girişim şirketinin kuruluşu, kurulduktan sonra ekip kurabilmek için pay opsiyonlarına başvurusu ve bu ekiple bir noktaya ulaşarak erken aşama yatırımlarını alması kronolojik bir süreçtir. Esasen diğer sorunlar olarak zikredilen meseleler de girişim şirketinin bu aşamalarda karşılaşacağı sorunlardır. Bu aşamaları, girişim şirketinin büyüyerek ölçeklenmesi (“scale-up”), yeni yatırım turlarına çıkması ve nihayetinde halka arz olarak yatırımcılarına çıkış (“exit”) imkanı vermesi takip etmektedir. Ancak bu kısımlar özelinde, girişim şirketleri bakımından ayrıca değerlendirmeye değer bir husus görülmediğinden bu aşamalara -çalışma hacmi de gözetilerek- yer verilmemiştir.

Çalışmamızın son kısmında ise ilgili başlıklar altında yer verdiğimiz çözüm önerileri toplu olarak değerlendirilmiştir.

Çalışmamızı bir bütün olarak değerlendirirsek, yabancı hukuk metinleri, yabancı mevzuat, yabancı hukukçularla bizzat iletişim kurulması, yerli ve yabancı uygulamacılarla (girişimciler, yatırımcılar, fonlar, bankalar, avukatlar) fikir alışverişi gerçekleştirilmesi yöntemleri uygulanmıştır. Her bir başlık kendi içerisinde “soruna” ve “çözüme” yer vermektedir. Diğer bir deyişle, hiçbir sorunun çözümsüz kalmamasına çaba gösterilmiştir. Bu kapsamda, yer yer geniş açıklamalar tercih edilmiştir. Ancak yapılan geniş açıklamalarda değerlendirme “girişim şirketleri” özelinde yapılmış olup odak dışına çıkılmamaya gayret gösterilmiştir.

Çalışmamızın başlıca arzusu, girişim sermayesi ekosistemini geliştirmek üzere yapılan mevzuat çalışmalarına katkı sunabilecek, girişim şirketleri özelinde bu

alışmalara rehberlik edebilecek ya da en azından “ilk hareket” noktasını oluşturabilecek detaylı bir metin ortaya koymak, Türkiye ekonomisine ve Türk hukukuna katkıda bulunmaktır. Bununla birlikte, çalışmamız girişimciler ve yatırımcılar başta olmak üzere tüm uygulamacılar ve akademinin faydalanabileceği kapsam ve derinlikte olup Türk hukukunda bu kapsam ve derinlikte yapılan ilk çalışmayı teşkil etmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİNE GİRİŞ

I. Girişim Sermayesinin Ana Aktörleri

A. Girişim Şirketi (“Start-up”) ve Girişimci

Girişimci ve girişim şirketi kavramları, özellikle bu başlık altındaki açıklamalarda sıklıkla görüleceği gibi farklı düzenlemelerde farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Her bir düzenleme kendi uygulama alanını belirlemek bakımından tanımları daraltıp genişletebilmektedir; sözgelimi bazı düzenlemeler girişim şirketine anonim veya limited şirket olma şartı getirirken bazıları sadece anonim şirket aramaktadır. Ancak esasen mahiyet itibarıyla girişim şirketinin anonim veya limited şirket olması gibi bir zorunluluk yoktur. Amaç düzenlemenin kapsamını belirlemektedir. Dolayısıyla örneğin GSYF Tebliği, GSYO Tebliği, BKS Yönetmeliği veya Kitle Fonlaması Tebliği’nde kendine özgü tanımları bulunan girişimci ve girişim şirketi kavramlarına ilişkin genel bir tanım vermek için bu düzenlemelerdeki tanımlarla sınırlı kalmaya gerek yoktur. Ancak mevcut haliyle GSYO Tebliği m. 21/1’de yer alan ifadedden faydalanarak 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 amaçlayan ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği*” elde ettikleri takdirde bu amaca ulaşacakları beklentisini yaratan şirketler olarak tanımlanması mümkündür⁴. Kitle Fonlaması Tebliği m. 23 gözetildiğinde tanıma “teknoloji ve/veya üretim faaliyetinde bulunma” ve “belirli bir finansal boyutun altında olma” hususları da eklenebilir. Esasen sermaye desteğine ihtiyaç duymak ifadesiyle de kastedilen, girişim şirketinin ulaştığı finansal boyutun belirli bir seviyenin altında olmasıdır.

⁴ Farklı bir tanım için Paolo Giudici, Peter Agstner, “Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)”, **European Corporate Governance Institute**, Working Paper No. 471/2019, s. 598; SPK, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/71>, SET 15.03.2022, s. 4; Çağlar Manavgat, “Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması”, **Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019, s. 765-786, s. 782.

Girişimci ise Kitle Fonlaması Tebliği'ndeki kapsayıcı ifadelerden de faydalanılarak fikrine mentorluk ve sermaye desteği sağlandığı takdirde, o fikri hayata geçirerek finansal başarı elde etme potansiyeli ve hedefi taşıyan, bu uğurda risk alan kişiler olarak tanımlanabilir⁵.

Yeri gelmişken özellikle ülke uygulamasında aşına olunan “KOBİ” (Küçük ve Orta Boyutlu İşletmeler) kavramına da kısaca değinmekte fayda vardır. KOBİ Yönetmeliği, KOBİ'yi “ikiyüzelli kişiden az yıllık 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 tanımlamıştır⁶ [KOBİ Yönetmeliği m. 4/1-(b)]. Ek bir sınırlama içermeyen bu tanımdan da anlaşılacağı üzere tanım, şartları sağlandığı ölçüde girişim şirketlerini de kapsamaktadır. Nitekim GSYF'lerin girişim sermayesi yatırım sınırlamalarına yer veren GSYF m. 19'da “KOBİ Yönetmeliğinde yer alan nitelikleri sağlayan girişim şirketlerine doğrudan yaptığı yatırımlar” ifadesi yer almaktadır. Buradan hareketle girişim şirketlerinin aynı zamanda KOBİ niteliği de taşıyabileceğini ve KOBİ şartlarını sağlayan girişim şirketlerinin ayrıca KOBİ'lere tanınan imtiyaz ve teşviklerden faydalanabileceğini ancak tüm KOBİ'lerin girişim şirketi sayılmayacağını belirtelim. Bu farklılık, şirketin boyutu itibarıyla veya büyüme/ölçeklenme hedefi taşıyıp taşıyamaması ya da faaliyet alanı gibi sebeplerden kaynaklanabilir. Girişim şirketlerinin faaliyet alanı olarak genellikle yapay zeka, fintech, e-ticaret, yazılım, biyoteknoloji, eğitim teknolojileri, sağlık, siber güvenlik, telekomünikasyon, oyun, taşımacılık gibi alanlara yöneldiği görülmektedir⁷.

B. Girişim Sermayesi Yatırım Fonu (“Venture Capital Fund”)

1. Tanım

⁵ “Riski üstlenerek kar elde etmek amacıyla işleri organize eden kişi”, “inisiyatif alınarak sosyal mekanizmaların organize edilerek, başarısızlık riskinin kabullenilmesi” gibi tanımlar için bkz. Aslı Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 21.

⁶ Mikro, küçük ve orta büyüklükteki işletme ayrımı çalışan sayısı ve hasılat/mali bilanço sınırına göre yapılmaktadır. 10 çalışan ve 5 milyon TL yıllık net hasılat veya mali bilanço azami sınırının altında kalan işletmeler mikro, 50 çalışan ve 50 milyon TL hasılat/bilanço azami sınırının altında kalan işletmeler küçük, 250 çalışan ve 250 milyon TL hasılat/bilanço azami sınırının altında kalan işletmeler ise orta büyüklükteki işletmelerdir.

⁷ (Çevrimiçi), <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>, SET 18.12.2022

İngilizce “venture capital funds” olarak anılan girişim sermayesi yatırım fonları (“**GSYF**”) bakımından SPK tarafından tesis edilen ve yürütülen “Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği” (“**GSYF Tebliği**”) Türk hukukuna ilişkin mevcut hukuki düzenlemeyi teşkil etmektedir. GSYF Tebliği m. 4 uyarınca GSYF;

- “Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan,
- katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla,
- pay sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, üçüncü fıkrafta belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla
- Kuruldan faaliyet izni alan
- portföy yönetim şirketleri, girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri ve gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından
- bir içtüzük ile süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığıdır.”

Yukarıda parçalara ayırarak verdiğimiz tanım GSYF hakkında genel bir kanı edinmeye elverişli olmakla birlikte her bir husus hakkında çalışmamızın kapsamını aşmayacak ancak GSYF’yi daha yakından tanımaya yardımcı olacak açıklamalara ihtiyaç doğurmaktadır.

a. Nitelikli Yatırımcı

GSYF Tebliği m. 3/1-(o) nitelikli yatırımcıyı “Kurulun sermaye piyasası araçlarının satışına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan kişiler ile 15/2/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik’te tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişiler” olarak tanımlamıştır. Nitelikli yatırımcının anlaşılmasında fayda vardır; zira nitelikli yatırımcı aşağıda da yer vereceğimiz diğer aktörler açısından da önem taşıyan bir kavramdır.

Tanımda yer verilen Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği, nitelikli yatırımcıyı SPK’nın “yatırım kuruluşlarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan ve talebe dayalı olarak profesyonel kabul edilenler de dahil profesyonel müşteriler”

şeklinde tanımlamaktadır⁸ [Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m.4/1-(m)]. Dolayısıyla nitelikli yatırımcının kim olduğunun tespiti aşamasında bir adım daha atarak Yatırım Kuruluşları Tebliği'nin incelenmesi ve profesyonel müşterilerin kim olduğunun tespiti gerekmektedir. Profesyonel müşterinin kim olduğu Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ m. 31 ve m. 32 hükümlerinde düzenlenmektedir.

Profesyonel müşteri esas itibarıyla *“kendi yatırım kararlarını verebilecek ve üstlendiği riskleri değerlendirebilecek tecrübe, bilgi ve uzmanlığa sahip müşteriye ifade eder.”*⁹ (Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 31/1). Profesyonel müşteri olarak tanımlanamayacak kişiler ise *“genel müşteri”* olarak isimlendirilmektedir. Öte yandan belirli özelliklere sahip olan genel müşterilerin talep etmeleri halinde profesyonel müşteri sayılmaları mümkündür¹⁰. Buna karşılık Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 32/3 hükmü, daraltıcı bir ifadeye yer vermiş olup talep üzerine profesyonel müşteri kabul edilen müşterilerden sadece finansal varlıklarının toplamı 1.000.000 Türk Lirasını aşanların nitelikli yatırımcı olarak kabul edilebileceğini düzenlemiştir. Şu durumda profesyonel müşteriler ve hemen yukarıda belirttiğimiz nitelikteki talep üzerine profesyonel kabul edilen müşteriler nitelikli yatırımcı sıfatını haizdir. Ancak GSYF Tebliği buna ek olarak Bireysel Katılım Sermayesi

⁸ Sermaye Piyasası Araçlarının Satışı Tebliği m. 2/2 yatırım fonlarının katılma paylarının ihracının tebliğ kapsamında olmadığını düzenlemektedir. Bununla birlikte, bu hüküm nitelikli yatırımcı tanımından faydalanmak üzere atıf yapılan Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ hükümlerinin uygulanmasına engel teşkil etmemektedir.

⁹ Bu kapsamda Yatırım Kuruluşları Tebliği'nde, aracı kurumlar, bankalar, portföy yönetim şirketleri kolektif yatırım kuruluşları, emeklilik yatırım fonları, sigorta şirketleri, ipotek finansman kuruluşları, varlık yönetim şirketleri, sayılan kuruluşlara muadil yurtdışında yerleşik kuruluşlar, emekli ve yardım sandıkları, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanunu geçici m. 20 uyarınca kurulan sandıklar, kamu kurum ve kuruluşları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Dünya Bankası ve Uluslararası Para Fonu gibi uluslararası kuruluşlar ve SPK tarafından kabul edilecek diğer kuruluşlar profesyonel müşteri sayılmıştır. Bunlara ek olarak, aktif toplamının 50.000.000 Türk Lirası, yıllık net hasılatının 90.000.000 Türk Lirası, özsermayesinin 5.000.000 Türk Lirasının üzerinde olması kriterlerinden en az ikisini taşıyan kuruluşlar da profesyonel müşteri sayılmaktadır. (Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 31/1).

¹⁰ Buna göre *“işlem 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 gerçekleştirme”, “finansal varlıkları toplamının 1.000.000 Türk Lirası tutarını aşması” veya “finans alanında üst düzey yönetici pozisyonlarından birinde en az 2 yıl görev yapmış olma veya sermaye piyasası alanında en az 5 yıl ihtisas personeli olarak çalışmış olma veya Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı veya Türev Araçlar Lisansına sahip olma”* şartlarından en az ikisini sağlayan genel müşteriler, profesyonel müşteri olmak için talepte bulunabilir. (Yatırım Kuruluşları Tebliği m. 32/1).

Yönetmeliği uyarınca lisanslı bireysel katılım yatırımcılarının¹¹ da nitelikli yatırımcı olduğunu vurgulamaktadır [GSYF Tebliği m. 3/1-(o)].

Dikkat edilmesi gereken bir husus, nitelikli yatırımcı sıfatının katılma payı kavramına ilişkin olmasıdır. Diğer bir deyişle, nitelikli yatırımcı sıfatı bizatihi girişim şirketine yapılacak yatırımlar için değil; GSYF’ye katılım aracı olan katılma payının alımı veya satımında aranmaktadır. GSYF Tebliği m. 13/1’de de belirtildiği üzere *“katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir.”* Bu husus ihraç edilen fon katılma payının nitelikli yatırımcıya satılmasına ilişkin olmakla beraber, tereddüde mahal vermemek adına GSYF Tebliği m. 16/6 hükmü ile nitelikli yatırımcılar arasında devrin mümkün olduğu belirtilmiştir. Dolayısıyla her iki hükmün düz ve ters anlamlarından hareketle, fon katılma paylarına nitelikli yatırımcı sıfatına sahip olmayan bir kişinin sahip olamayacağı ve bu sığata sahip katılma payı sahibinin katılma payını ancak bir başka nitelikli yatırımcıya devredebileceğı sonucuna ulaşılmaktadır.

b. Katılma Payı – İştirak Payı Kavramları

GSYF tanımı ve genel olarak GSYF Tebliğı katılma payı ve iştirak payı olmak üzere birbiriyle karıştırılmaya müsait ancak tamamen farklı iki ifadeyi esas almaktadır. Aşağıda yer verilen tanımlardan anlaşılacağı üzere, katılma payı GSYF üzerindeki yatırımcı haklarıyla ilişkili iken iştirak payı GSYF tarafından yatırım yapılacak girişim şirketi üzerindeki haklarla ilişkilidir.

Katılma payı *“yatırımcının sahip olduğu hakları taşıyan ve fona katılımını gösteren, kayden izlenen sermaye piyasası aracını”* ifade etmektedir¹² [GSYF Tebliğı m. 3/1-(ı)]. Katılma payı ihracının SPK tarafından onaylanmasıyla birlikte paylar nitelikli yatırımcıya satılabilir hale gelmektedir. Katılma payının ihracı için GSYF Tebliğı m. 13/3’e göre ihraç belgesi yeterli olup ayrıca izahname düzenlenmesine gerek yoktur¹³. Esasen izahname hazırlama yükümlülüğü ve

¹¹ Bireysel katılım yatırımcıları hakkında detaylı bilgi için bkz. Melek Yatırımcı.

¹² Katılma payı ihracı, GSYF Tebliğı m. 13 uyarınca fon kurucusu tarafından SPK’ya yapılacak başvurunun onaylanması suretiyle gerçekleşmektedir. Bu onay mekanizması bilgi ve belgelerin SPK tarafından kontrol edilebilir olmasına hizmet etmekte olup herhangi bir tekeffül veya tavsiye anlamına gelmemektedir.

¹³ Bilindiğı üzere, SerPK’a göre sermaye piyasası araçlarının halka arzı veya borsada işlem görebilmesi için kural olarak izahname hazırlanması gerekmektedir. Ancak burada veya kitle fonlaması finansmanında görüldüğü gibi yer yer bu kuralın istisnalarına yer verilmektedir. İzahname

muafiyetlerini düzenleyen İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin (II-5.1) m. 6/2-a hükmünden hareketle nitelikli yatırımcıya satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının izahname yükümlülüğünden muaf olması ve GSYF katılma paylarının sadece nitelikli yatırımcılara yönelik olması hususları birlikte değerlendirildiğinde GSYF Tebliği m. 13/3'ün bir tekrardan ibaret olduğu söylenebilir. Katılma payı, para karşılığı veya GSYF Tebliği m. 13/10 uyarınca nakit yerine iştirak payı¹⁴ karşılığında satılabilir. Nitelikli yatırımcılar arasında yapılacak devirler bakımından ise ilgili bilgilendirme dokümanında yer vermek kaydıyla bir çeşit bağlam hükmü öngörülebilir¹⁵. Buna ek olarak GSYF Tebliği m. 12/7 hükmünde belirtildiği üzere, *“katılma paylarının yatırımcılara satışına başlanmadan önce kurucu ve portföy yöneticisi tarafından fon katılma payları kendi portföyüne alınabilir ve/veya gerekçeli yönetim kurulu kararı alınarak fona borç verilebilir.”*

Katılma paylarının itibari değeri bulunmamaktadır (GSYF Tebliği m. 15/1). Bilindiği üzere, TK m. 476 uyarınca [ayrıca bkz. TK m. 339/2-(c)] anonim ortaklık payları bakımından itibari değer sistemi benimsenmiştir. Payların piyasa değerleri ne kadar yüksek olursa olsun itibari değer sermaye ve pay sayısı arasındaki orana göre hesaplanmaktadır. Buna göre itibari değerden daha yüksek bir bedelle pay taahhüdü halinde “emisyon primli pay”¹⁶ söz konusu olacaktır ve payların genellikle gerçek piyasa değerine¹⁷ bu yolla ulaşılmaktadır. Katılma paylarına dönecek olursak, GSYF Tebliği m. 15 vd. hükümlerine göre “itibari değer” yerine “birim pay değeri” uygulanmakta olup satışlar bu değer üzerinden gerçekleştirilmektedir. Birim pay değeri fon toplam değerinin katılma paylarının sayısına bölünmesiyle elde edilmekte

hazırlama yükümlülüğü ve muafiyetleri hakkında detaylı bilgi için bkz. 22.06.2013 tarihli ve 28685 sayılı RG'de yayımlanan İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği (II-5.1). Adı geçen tebliğe bakıldığı zaman 6/2-a maddesinde esasen nitelikli yatırımcıya satılmak üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının izahname yükümlülüğünden muaf olduğu belirtilmektedir.

¹⁴ Ancak bu durumda katılma payı ihraç belgesinde buna ilişkin hüküm bulunması ve iştirak paylarının SPK tarafından uygun görülen kuruluşlarda değerlemesinin yapılması gerekmektedir.

¹⁵ GSYF Tebliği m. 16/6 c. 5'te *“katılma payı devirlerine ilişkin esaslara bilgilendirme dokümanlarında yer verilmiş olmak kaydıyla bu devirler, kurucu veya yöneticinin onayına bağlanabilir yahut tamamen yasaklanabilir.”* ifadesi yer almaktadır. Burada bahsedilen kurum, anonim ortaklıklar bakımından doktrinde “bağlam” olarak anılan pay devir sınırlamalarını andırmaktadır.

¹⁶ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, İstanbul, 14. Bs., 2019, Vedat Kitapçılık, n. 778 vd.

¹⁷ Ancak belirtelim ki, uygulamada emisyon primli tutarın her zaman piyasa değerine eşit olmadığını görmekteyiz. Yatırımcının menfaati, mevcut pay sahiplerinin paylarında oluşacak olan azalma, şirkete aktarılması hedeflenen miktar gibi değişkenlere göre emisyon primli pay bedeli değişiklik gösterebilir.

ve kural olarak en az yılda bir kere hesaplanmaktadır. (GSYF Tebliği m. 15/1, 2). Birim pay değerinin itibari değerden farkı, itibari değer sabit bir değer teşkil eden şirket sermayesinden ziyade fon yatırımlarının geri dönüşlerine göre artıp azalabilecek olan değişken bir fon toplam değerine göre hesaplanmasıdır. Ancak GSYF Tebliği m. 16/12 uyarınca “*bilgilendirme dokümanlarında hesaplama ve uygulama esaslarına yer verilmek suretiyle, katılma payı satışı ve fona iadesinin birim pay değerinden farklı bir fiyat üzerinden gerçekleştirilmesi mümkündür.*”

İştirak payı ise GSYF tebliğinde tanımlanan [bkz. GSYF Tebliği m. 3/1-(f)] girişim şirketlerinin sermayesini temsil eden payları ifade etmektedir [GSYF Tebliği m. 3/1-(ğ)]. Girişim sermayesi yatırım fonlarının yatırım yapacağı girişim şirketleri ise GSYF Tebliği m. 18/2 uyarınca ancak anonim ve –en azından başlangıçta¹⁸- limited şirket olabilir. Dolayısıyla iştirak payı da TK anlamında anonim veya limited şirket payından başka bir şey değildir.

c. İnançlı Mülkiyet

GSYF tanımlanırken pay sahipleri hesabına inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetilecek bir portföyden oluşan malvarlığı topluluğu olduğu belirtilmiştir. (GSYF Tebliği m. 4/1; ayrıca bkz. SPK m. 52/1). Yine GSYF Tebliği m. 6/2 hükmü de fon içtüzüğüne ilişkin olarak “*katılma payı sahipleri ile kurucu, portföy saklayıcısı ve portföy yöneticisi arasında fon portföyünün inançlı mülkiyet esaslarına göre işletilmesini, ... saklanmasını ve vekalet akdi hükümlerine göre yönetimini konu alan genel işlem şartlarını içeren iltihaki bir sözleşme*” tanımına yer vermiştir. Fonun tanımı ve işleyişi için önem taşıyan inançlı mülkiyet müessesini kısaca açıklamak faydalı olacaktır. İnançlı mülkiyet, mülkiyetin tüm yetkileriyle kazanıldığı ancak taraflar arasında ilgili malı devredene veya bir başkasına devretme taahhüdünü de içeren “inanç anlaşmasının” da aynı işleme konu olduğu bir devir neticesinde kazanılan mülkiyet durumudur¹⁹. Dolayısıyla inançlı mülkiyet sahibi, örneğin GSYF, ilgili ürünün maliki olup ilgili inanç anlaşması doğrultusunda iade etmeye yönelik nisbi bir taahhüt altına girmektedir.

¹⁸ Zira yine GSYF Tebliği m. 18/2 c.2 uyarınca “*Yatırım tarihi itibari ile limitet şirket olan girişim şirketlerinin, ilk yatırım tarihini takip eden bir yıl içinde anonim şirkete dönüşüm işlemlerinin tamamlanması zorunludur.*”

¹⁹ Kemal Oğuzman, Özer Seliçi, Saibe Oktay-Özdemir, **Eşya Hukuku**, 21. Bsk., Filiz Kitabevi, İstanbul, 2018, n. 1447 vd.

d. Faaliyet İzni

GSYF kuruluşuna ilişkin hususlar GSYF Tebliği m. 12’de düzenlenmiştir. Buna göre kurucu, taslak içtüzük ve SPK tarafından esasları belirlenen standart form ile talep edilen diğer bilgi ve belgelerle SPK’ya başvuracaktır. Başvurunun onaylanarak GSYF’ye kuruluş izni verilebilmesi için kurucunun portföy saklayıcısı²⁰ ile saklama sözleşmesi imzalamış olması ve içtüzüğün SPK tarafından onaylanması²¹ gereklidir. Fonların şemsiye fon olarak kurulmasına izin verilmemektedir; diğer bir deyişle fonlar alt fonlardan oluşan bir faaliyet sürdüremez (GSYF Tebliği m. 12/1).

e. Kurucu Olabilecek Şirketler

GSYF kurucusu olmak imkânı sadece SPK’dan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketi, girişim sermayesi portföy yönetim şirketi veya gayrimenkul ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketlerine tanınmıştır [GSYF Tebliği m. 3/1-(k)]. GSYF Tebliği m. 7 uyarınca, kurucu, fona ait varlıklar üzerinde kendi adına ve fon hesabına tasarrufta bulunmaya ve bundan doğan hakları kullanmaya yetkili olup fonun temsil²², yönetim, denetim ve faaliyetlerinden sorumludur.

f. Tüzel Kişiliği Bulunmayan Malvarlığı

²⁰ GSYF Tebliği m. 3/1-(ö) ve (p)’nin atıf yaptığı “Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği”nde “portföy saklayıcısı”nın “Takasbank ve portföy saklama hizmeti verme konusunda Kurulca yetkilendirilen banka ve aracı kurumları” ifade ettiği hükme bağlanmıştır. (Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği m. 3/1-(ı)). Portföy saklama hizmeti ise yine aynı tebliğde, “kolektif yatırım kuruluşlarına ait finansal varlıkların saklanması ve/veya kayıtların tutulması, diğer varlıkların aidiyetinin doğrulanması ve takibi, kayıtlarının tutulması, varlık ve nakit hareketlerine ilişkin işlemlerin yerine getirilmesinin kontrolü ile bu Tebliğde belirtilen diğer görevlerin yerine getirilmesidir.” şeklinde tanımlanmıştır (Portföy Saklama Hizmetine ve Bu Hizmette Bulunacak Kuruluşlara İlişkin Esaslar Tebliği m. 4/1).

²¹ İchtüzük onayına ilişkin SPK kararının kurucuya tebliğ edildiği tarihi izleyen altı iş günü içerisinde içtüzüğün ticaret siciline tescil ettirilmesi ve TTSG’de ilan edilmesi gerekmektedir (GSYF Tebliği m. 12/4).

²² Temsile ilişkin GSYF m. 10’un ilk fıkrası “Fon, taraf olacağı tüm sözleşmeler ile girişim şirketlerinin yönetimine katılınması ve bu şirketlerin genel kurullarında oy kullanılması da dahil olmak üzere tüm faaliyetlerinin icrasında, kurucunun yönetim kurulu tarafından temsil edilir. Yönetim kurulu bu yetkisini bir veya daha fazla üyeye veya kurucunun birinci derece imza yetkisine sahip personeline devredebilir. Fonun girişim sermayesi portföyünün yönetimi kapsamındaki temsiline, yönetim kurulu kararı ile yatırım komitesine devredilmesi de mümkündür. Ancak, fonun kuruluş, katılma payı ihracı, tasfiye, portföy yönetim ücreti artışı ile katılma payı sahiplerinin yatırım kararlarını etkileyebilecek nitelikteki diğer işlemlerinin yönetim kurulu kararı ile yapılması zorunludur.” şeklindedir.

GSYF Tebliği m. 4/1 fonu tanımlarken tüzel kişiliği olmayan bir malvarlığı olduğunu vurgulamıştır (Ayrıca bkz. SerPK m. 52/1). Buna karşılık, hemen belirtelim ki, tüzel kişiliği olmasa dahi GSYF'nin bazı durumlarda tüzel kişiliğinin varsayılacağı yine aynı maddenin 5. fıkrasında öngörülmüştür (Ayrıca bkz. SerPK m. 52/5). Buna göre, sicillere tescil, değişiklik, terkin, düzeltme talepleri dahil olmak üzere sicil işlemleri; ortağı olunacak limited ve anonim şirketlerin kuruluş, sermaye artırımı, pay devri dahil her türlü sicil işlemiyle sınırlı olarak GSYF tüzel kişi sayılacaktır²³. Ayrıca aynı maddede fonun süreli bir şekilde kurulacağı belirtilmiştir (GSYF Tebliği m. 4/1).

2. Faaliyet

GSYF Tebliği m. 4/3 uyarınca GSYF'lerin ana faaliyeti girişim sermayesi yatırımlarından oluşan portföyü işletmektir. GSYF faaliyetleri girişim sermayesi yatırımları ve izin verilen bazı işlemlerle sınırlandırılmış olup GSYF'lerin sayılanlar haricinde herhangi bir işle uğraşması yasaklanmıştır.

a. Girişim Sermayesi Yatırımları²⁴

Girişim sermayesi yatırımı denildiği vakit ilk akla gelen ihtimal girişim şirketlerine doğrudan sermaye aktarımı veya pay iktisabı yoluyla ortak olunmasıdır. Bununla birlikte GSYF Tebliği m. 18/3 uyarınca, girişim şirketleri kurmak, payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına ve payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerinin fon kullanıcısı olduğu kira sertifikalarına yatırım yapmak, girişim şirketi niteliğindeki halka açık şirketlerin

²³ Ticaret sicilinde ve diğer resmî sicillerde fon adına yapılacak işlemler, kurucu ile portföy saklayıcısını temsileden birer yetkilinin müşterek imzalarıyla gerçekleştirilir (GSYF Tebliği m. 4/5, c. 2).

²⁴ GSYF Tebliği m. 19'a göre, portföyün asgari %80'i girişim sermayesi yatırımlarından oluşmalıdır (GSYF Tebliği m. 19/1-(a)). Ancak KOBİ Yönetmeliğinde yer alan nitelikleri sağlayan girişim şirketlerine yapılan yatırımın fon toplam değerinin %10'unu geçmesi halinde bulunduğu takdirde %80'lik bu sınır %51 olarak uygulanacaktır. (GSYF Tebliği m. 19/1-(b)). 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı veya mali bilançosundan herhangi biri 250 milyon Türk Lirasını aşmayan ve mikro, küçük ve orta büyüklükte olan işletmelerdir. Mikro işletme derken azami 10 kişi çalışanı ve yıllık net hasılat veya mali bilançosu 5 milyon Türk Lirası; küçük işletme derken azami 50 kişi çalışanı ve yıllık net hasılat veya mali bilançosu 50 milyon Türk Lirası; orta büyüklükteki işletme derken ise azami 250 çalışanı ve yıllık net hasılat veya mali bilançosu 250 milyon Türk Lirası olan işletmeler kastedilmektedir (KOBİ Yönetmeliği m. 5).

borsada işlem görmeyen²⁵ paylarına yatırım yapmak, payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman²⁶ niteliğinde finansman sağlamak da girişim sermayesi yatırımdır. Benzer şekilde girişim şirketlerinin paylarının vadeli olarak satılması veya girişim şirketlerinin paylarının satın alınması için verilen avans neticesinde oluşan alacaklar ve avanslar ile girişim şirketlerinin paylarını satın alma hakkı veren opsiyon sözleşmelerinin primleri de girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmektedir. [GSYF Tebliği m. 18/3-(a, b, e, f, ı, i)].

Ancak girişim sermayesi yatırımları yukarıda sayıldığı gibi doğrudan girişim şirketi üzerinden yapılmayabilir. Sözgelimi, esas sözleşmesinde GSYF Tebliği'nin tanımladığı nitelikteki²⁷ girişim şirketlerine yatırım yapmayı münhasır amacı haline getiren yurtiçi veya yurtdışında kurulu özel amaçlı anonim ortaklıklara ortak olmak veya bu ortaklıklar vasıtasıyla girişim şirketlerine dolaylı sermaye aktarımı ya da pay devri de girişim sermayesi yatırımdır. Bu şirketlerin borçlanma araçlarına ve fon kullanıcısı oldukları kira sertifikalarına yatırım yapılması da aynı şekilde değerlendirilir. Bu paragrafta açıklanan özel amaçlı anonim şirketler üzerinden yapılacak yatırımlara benzer şekilde -yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla- sadece GSYF Tebliği'nde tanımlandığı şekliyle girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara yapılacak doğrudan yatırımlar ile bu kuruluşlar aracılığıyla girişim şirketlerine yapılacak dolaylı yatırımlar veya bu kuruluşların borçlanma araçlarına veya fon kullanıcısı oldukları kira sertifikalarına

²⁵ GSYF Tebliği m. 18/5 uyarınca “*Fon portföyünde bulunan bir girişim şirketinin halka açılması sonucunda, halka açık girişim şirketinin paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonra satın alınan ilave paylar hariç olmak üzere bu şirketin fon portföyünde kalan tüm payları girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilmeye devam edilir.*”

²⁶ Kavram hakkında detaylı açıklamalarımız için bkz. Convertible Notes.

²⁷ GSYF Tebliği m. 18/1'de yer alan bu nitelikler; büyüme ve katma değer potansiyeli, operasyonel/üretim/satış performansı geliştirilerek yüksek getiri beklentisi ve finansal/kurumsal destekle amacını gerçekleştirebilecek durumda olmak, Türkiye’de kurulu veya kurulacak olmak ya da yatırım yapıldığı tarih itibarıyla yurt dışında kurulu olmakla birlikte son yıllık finansal tablolarına göre varlıklarının en az %80’inin Türkiye’de kurulu bağlı ortaklık ya da iştiraklerden oluşan anonim veya limited bir şirket olmaktır. Buna karşılık 4. fıkra göre “*Fon portföyünde bulunan bir girişim şirketinin operasyonel faaliyetlerini büyütme amacıyla şirket merkezini yurt dışına taşıması ve/veya yurt dışında yeni bir şirket kurmak suretiyle faaliyetlerine devam etmesi halinde, bu şirkete yapılan yatırımlar girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilmeye devam edilir*”. Ancak bu şirketlere yapılacak ilave yatırımlar için m. 23/3 göndermesi sebebiyle fon toplam değerinin azami %10’u oranında sınırlama uygulanacaktır.

yapılacak yatırımlar da girişim sermayesi yatırımı olarak adlandırılmaktadır. [GSYF Tebliği m. 18/3-(a, c, g, h)]

Tüm bunlara ek olarak, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına veya diğer GSYF'lere yapılacak yatırım da girişim sermayesi yatırımıdır. [GSYF Tebliği m. 18/3-(ç, d)]

Yine münhasıran girişim şirketlerine kullandırılan/kullandırılacak kredilere ya da faizsiz finansmana dayalı olarak ihraç edilen varlığa dayalı menkul kıymetlere yatırım yapılması da bu kapsamda değerlendirilmektedir [GSYF Tebliği m. 18/3-(ğ)].

b. İzin Verilen Diğer İşler

GSYF'lerin, girişim sermayesi yatırımı dışında yapmalarına izin verilen işler belirli varlık ve işlemlerden oluşan portföyün işletilmesinden ibarettir. Bu varlık ve işlemler; özelleştirme kapsamına alınanlar dahil Türkiye'de kurulu veya yabancı²⁸ anonim ortaklık payları, özel sektör ve kamu borçlanma araçları, ilgili mevzuatı çerçevesinde alım satımı yapılabilen yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ile anonim ortaklık payları, vadeli mevduat ve katılma hesapları, yatırım fonu katılma payları, kira ve gayrimenkul sertifikaları, varantlar ve sertifikalar, ipoteğe ve varlığa dayalı menkul kıymetler, teminatlı menkul kıymetler, SPK tarafından uygun görülen özel tasarlanmış yabancı yatırım araçları ve ikraz iştirak senetleri, altın ve diğer kıymetli madenler ile bunlara dayalı para ve sermaye piyasası araçları, türev araç²⁹ işlemlerinin nakit teminatları ve primleri ve SPK tarafından uygun görülen diğer yatırım araçlarıdır. Ayrıca repo³⁰ ve ters repo işlemleri, vaad sözleşmeleri ile taahhütlü işlem pazarında gerçekleştirilen işlemler, takasbank para piyasası işlemleri ve yurtiçi organize para piyasası işlemleri ve yurtdışında yerleşik olup borsada işlem

²⁸ GSYF Tebliği m. 4/3-(b)'de yabancı özel sektör ve kamu borçlanma araçları ve anonim ortaklık paylarına yatırım yapılabilmesi, bunların 7/8/1989 tarihli ve 89/14391 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile yürürlüğe konulan Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı Karar hükümleri çerçevesinde alım satımının yapılabilmesi şartına bağlanmıştır.

²⁹ GSYF Tebliği m. 23/2'ye göre "Fonlar, türev araçlara sadece portföylerini döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korumak amacıyla ve içtüzüklerinde hüküm bulunmak koşuluyla taraf olabilirler. Türev araçlar nedeniyle maruz kalınan açık pozisyon tutarı fon toplam değerinin %20'sini aşamaz."

³⁰ GSYF Tebliği m. 26/2 uyarınca "Fon portföylerinde yer alan repo işlemine konu olabilecek varlıkların rayiç değerinin %10'una kadar borsada veya borsa dışında repo yapılabilir veya borçlanma amacıyla Takasbank Para Piyasası işlemleri yapılabilir."

görmeyen, gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere yapılan yatırımlara da izin verilmektedir (GSYF Tebliği m. 4/3).

c. Açığa Satış ve Diğer Yasaklar

GSYF'lerin kredili menkul kıymet işlemi, ödünç ve açığa satış işlemlerini yapması yasaklanmıştır. Bu kavramları çalışmamızın kapsamın aşmayacak şekilde kısaca açıklayalım.

Menkul kıymetlerin veya aşağıda açıklayacağımız kripto varlıkların alım satımında sıklıkla kullanılan bir yöntem olan açığa satış, temel olarak ilgili ürünün değerinin düşmesinden kazanç elde etme yöntemi olarak tanımlanabilir³¹. İlk bakışta bu ifade çelişkili gelmektedir; zira toplumda yaygın olan inanış sadece alınan ürünün değer kazanmasıyla birlikte pahalıya satılması sonucunda kazanç elde edilebileceğine yöneliktir. Açığa satış için yatırımcı ilk olarak ilgili ürünün fiyatının olması gerektiğinden yüksek bir konumda olduğu tespitini yapar ve onu ödünç almak suretiyle satar. Buradaki mantık ödünç aldığı ürünü iade ederken onu daha düşük bir fiyattan alabileceği yönündeki beklenti ve hesaptır; eğer bu hesap doğru çıkarsa aradaki fark yatırımcının kârını teşkil edecektir³². Buna ek olarak, bazen açığa satışın temelini korku teşkil etmekte ve şirketin iflas riski gibi durumlarda pay değerlerinin düşeceği yönünde bir beklenti olursa da açığa satış gündeme gelmektedir³³. Açığa satış yapacak yatırımcı hisse senedinde düşüşe göre planlarını yapmakta iken olası değer artışına karşı ise mevcut fiyat veya yakın bir fiyattan alım opsiyonu satın alarak kendisini koruyacaktır³⁴. Açığa satış işlemlerinin piyasadaki mevcut düşüşü hızlandırdığı ve piyasayı manipülasyona açık hale getirdiği yönünde görüşler bulunmaktadır³⁵. Kanaatimizce bu yönü sebebiyle hem fonları hem de girişim şirketlerini korumak amacıyla GSYF'lerin açığa satış işlemi yapması

³¹ Alternatif bir tanım olarak “ilerde fiyat düşüşü olacağı beklentisiyle ödünç alınan menkul kıymetin satılması işlemidir” için bkz. Serkan Karabacak, **Açığa Satış İşlemleri**; SPK Denetleme Kurulu, **Yeterlik Etüdü**, İstanbul, 2002, s. 1.

³² Karabacak, **Açığa Satış**, s. 1.

³³ Karabacak, **Açığa Satış**, s. 3; Vergisel avantajlar için de kullanıldığı bir örnek için bkz. **a.e.**, s. 12. Bu örnekte değerinin düşeceği düşünülen ve bu sebeple satılması düşünülen ancak kârı realize ederek vergi borcu yaratması da istenmeyen bir hisse senedi sahipliği olduğunda açığa satışın faydası anlatılmaktadır.

³⁴ Karabacak, **Açığa Satış**, s. 24.

³⁵ Bu yönde ve ayrıca açığa satış işlemi yerine satım opsiyonu kullanmanın daha az riskli bir ikame olacağı hakkında açıklamalar için bkz. Karabacak, **Açığa Satış**, s. 30 vd. Yazar satış opsiyonunun süre ile sınırlı olması sebebiyle tercih edilebilirliğinin düştüğünü de belirtmektedir.

istenmemektedir. Sermaye piyasası araçlarının kredi kullanmak suretiyle alınması olan kredili menkul kıymet işlemleri ile ödünç işlemlerinin yasaklanmasında benzer durum ve gayelerin bulunduğu söylenebilir. Zira bu işlemler de açığa satışla benzer yönler taşımakta ve dolayısıyla benzer riskleri ihtiva etmektedir.

C. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı

Türk hukukunda girişim sermayesi yatırımları bakımından SPK düzenlemelerine konu olan diğer bir yapı ise girişim sermayesi yatırım ortaklıklarıdır. Diğer bir deyişle, GSYO'lar hızlı büyüme ve yüksek kâr potansiyeli olan ancak bunun için finansal kaynak arayışında olan küçük boyutlu işletmelerin projelerini gerçekleştirmesine finansman sağlamak üzere yatırım yapan girişim sermayesi yatırımcılarından bir diğeridir³⁶. Yabancı hukuk sistemlerine bakıldığında vakit yine benzer yapıların bulunduğu görülmektedir; örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nde Küçük İşletme Yatırım Ortaklığı (Small Business Investment Corporation – SBIC)³⁷, Almanya'da "Kapitalbeteiligungsgesellschaften" (KBG) ile "Unternehmensbeteiligungsgesellschaften"³⁸ GSYO'lara benzer yapılar olarak değerlendirilmektedir. İngiliz hukukunda da Venture Capital Trust denen yapı aracılığıyla (esasen bu yapı GSYF'ye daha yakındır) girişim sermayesi yatırımları yürütülebilmektedir³⁹.

Aşağıda çalışmamızın kapsamını aşmayacak ölçüde açıklamalara yer vereceğimiz bu ortaklık türünün GSYF'lerden farklı olarak tespit edebildiğimiz en önemli özelliği paylarının tüm yatırımcılara açık olmasıdır. Bu bakımdan katılma paylarının sadece nitelikli yatırımcılara satıldığı GSYF'lerden farklı olarak, bir anonim şirket niteliğindeki GSYO'lar nitelikli yatırımcılar dışındaki yatırımcıların girişim sermayesi yatırımları yapmasına elverişli araçlardan biri niteliğindedir.

³⁶ Yılmaz, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Sözleşmeleri**, s. 165; Bu bakımdan GSYO'ların yatırımcı ve girişimci arasında bir köprü olduğu yönünde bkz. İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 11.

³⁷ İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 21.

³⁸ Almanya'daki örnekler için bkz. İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 22 vd.

³⁹ Investmen trust yapısının Türk hukukuna yabancı, daha ziyade Anglo Amerikan ülkelerinde görülen bir yapı olduğu, Kıta Avrupası ülkelerinde daha çok Türkiye'de olduğu gibi şirket esasına dayalı yatırım ortaklıkları ve sözleşme esasına dayalı yatırım fonlarının esas olduğu hakkında bkz. Füsun Nomer Ertan, "6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı", **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C: 71, S: 2, 2013, s. 131-143, s. 134; İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 22.

Nitekim GSYO'ların %25 oranında payının halka arzına ilişkin tebliğ hükümleri de bu anlayışı desteklemektedir [GSYO Tebliği m. 11 ve bkz. GSYO Tebliği m. 5/2-(g)]. GSYF ve GSYO arasındaki diğer başlıca fark ise GSYO'nun tüzel kişiliğe sahip bir anonim şirket olmasıdır.

Peşin olarak belirtelim ki, GSYO en nihayetinde bir anonim şirket olduğundan SerPK ve ilgili ikincil mevzuatında düzenlenmeyen hususlarda anonim şirkete ilişkin TK hükümleri uygulama alanı bulacaktır⁴⁰.

1. Tanım

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ("**GSYO**") SerPK m. 48 ve m. 49 hükümlerine dayanılarak (GSYO Tebliği m. 2) SPK tarafından düzenlenen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)'nde ("**GSYO Tebliği**") tanımlanmıştır. Yatırım ortaklıklarının bir alt türü olan GSYO, SerPK kapsamında kolektif yatırım kuruluşu olarak anılmaktadır⁴¹. SerPK m. 48 uyarınca yatırım ortaklıkları sabit veya değişken sermayeli olarak kurulabilmektedir. Buna karşılık, GSYO Tebliği'nin SerPK m. 48 ve m. 49 hükümlerine dayanılarak tesis edilmesinden hareketle ve değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının SerPK m. 50'de düzenlenmesi sebebiyle GSYO'ların değişken sermayeli olarak kurulamayacağını peşinen kabul edilmesi mümkündür.

GSYO Tebliği m. 4 uyarınca GSYO;

"- bu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla

- paylarını ihraç etmek üzere*
- kurulan veya esas sözleşme değişikliği yolu ile dönüşen,*
- Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve*

⁴⁰ SPK, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, 2016, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/71>, SET 31.03.2022, s. 5; İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 34.

⁴¹ Kolektif yatırım kuruluşları ve özellikle değişken sermayeli yatırım ortaklıkları hakkında detaylı bilgi için bkz. Nomer Ertan, **Kolektif Yatırım Kuruluşları**, s. 131-143.

- *kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumudur.”*

Yukarıda unsurlarına ayırarak yer verdiğimiz bu tanım kapsamında, GSYO’ların ayırıcı özelliklerinin kayıtlı sermaye sistemine tabi olma zorunluluğu ve girişim sermayesi yatırımı yapma amacı olduğu belirtilse⁴² de bu özelliklerin ne birer unsur olduğu ne de gerçekten ayırt edici nitelik taşıdığı kanaatindeyiz.

a. Belirli Haklardan Oluşan Porftöyü İşletme Amacı

GSYO portföyü, girişim sermayesi yatırımları⁴³ ve portföyü çeşitlendirmek üzere yatırım yapılacak borsada işlem gören veya görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçları⁴⁴, ters repo işlemleri, Takasbank Para Piyasası işlemleri, yatırım fonu katılma payları ile vadeli veya vadesiz mevduat/katılma hesaplarından oluşabilir [GSYO Tebliği m. 20/1-(a) ve (b)]. Ancak GSYO Tebliği m. 22/1-(a) uyarınca yönetim kontrolüne sahip ortakların/yönetim kurulu üyelerinin/genel müdürün, yönetim kontrolünde olan bir şirkete yatırım yapılamayacaktır. Dolayısıyla bu nitelikteki şirketler GSYO portföyünde yer alamayacaktır.

b. Pay İhracı

GSYO paylarının diğer anonim şirketlerde olduğu gibi nama veya hamiline yazılı olarak ihraç edilmesine engel yoktur. Payların türüne ilişkin genel kurala paralel düzenlemelerin bulunduğu GSYO için imtiyaz bakımından ise istisna tanınmıştır. Şöyle ki, GSYO Tebliği m. 15 uyarınca paylarını halka arz etme yolunu tercih eden GSYO’lar için sadece yönetim kurulu salt çoğunluğunu aday gösterme imtiyazına izin verilmekte olup bu imtiyazın henüz halka açılmadan önce tanınmış olması gerekmektedir^{45, 46}.

⁴² Salih Tayfun İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 32.

⁴³ GSYO Tebliği m. 22 uyarınca ortaklık aktif toplamının en az %51’i bu tür yatırımlardan oluşmalıdır.

⁴⁴ GSYO Tebliği m. 20/1-b uyarınca katılma payları hariç sermaye piyasası aracı yatırımları borsa üzerinden yapılmak zorundadır.

⁴⁵ Aynı maddede yer alan aday gösterme imtiyazının yaratılmasında TK m. 360’ın uygulanmayacağı ifadesi düzenleniş itibarıyla birçok belirsizlik içermektedir. Düzenlemeye yüklenebilecek anlamlardan biri, düzenlemenin, aday gösterme imtiyazına ilişkin TK m. 360’ı etkisiz hale getirerek sadece madde metninde yer alan “yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu” belirleyen ve “aday gösterme” şeklindeki imtiyazlara izin verdiğidir. Dolayısıyla örneğin üyelerin belirli bir grup içerisinde seçileceği veya belirli bir grubun onayına tabi kılınması söz konusu olmayacaktır. Diğer bir anlam ise,

Yeri gelmişken ihraç edilen paylara ilişkin SPK devir sınırlamalarına da kısaca değinelim. GSYO Tebliği m. 16/1'e göre halka arz veya nitelikli yatırımcıya satış öncesinde ortaklık sermayesinin %10 veya daha fazlası oranındaki paylar ile – orandan bağımsız olarak- imtiyazlı paylar SPK izni olmadan devredilemez. Halka arz veya nitelikli yatırımcıya satış sonrasındaki dönemde ise 2. fıkra uygulama alanı bulacak ve yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların devri için SPK izni aranacaktır^{47, 48}. Bu kurallara uyulmadan yapılacak bir pay devri pay defterine kaydedilemeyecek olup bir şekilde yapılmış olan kayıt ise hüküm ifade etmeyecektir (GSYO Tebliği m. 16/6).

Diğer bir devir sınırlaması ise lider sermayedara ilişkindir. GSYO Tebliği m. 7'de tanımlanan lider sermayedar, temel olarak, halka arz yolunu tercih eden GSYO'larda tek başına veya biraraya gelerek kontrolü sağlayan ve asgari %25 pay oranına sahip ortaklardır⁴⁹. İşte bu özelliğe sahip ortakların, asgari halka açıklık oranını temsil eden payların halka arzına ilişkin sürenin bitiminden itibaren

düzenlemenin, TK m. 360/1 son cümlede yer alan halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşacak nitelikte yönetimde temsil imtiyazı tanınamayacağına dair hükmü bertaraf etmek olduğudur. Ancak düzenlemenin TK m. 360'ı tamamen etkisiz hale getirmesi, TK m. 360/1 c. 3'de yer alan "*Genel kurul tarafından yönetim kurulu üyeliğine önerilen adayın veya hakkın tanındığı gruba ve azlığa mensup adayın haklı bir sebep bulunmadığı takdirde üye seçilmesi zorunludur*" şeklindeki düzenlemeyi de etkilemektedir. Bu yöndeki koruyucu bir hükmün uygulanmamasının bilinçli bir tercih olmadığı kanaatindeyiz.

⁴⁶ GSYO Tebliği m. 15/2 uyarınca SPK tarafından makul ve zorunlu haller bakımından aksi öngörülmedikçe üst üste 5 yıl dönem zararı edildiği takdirde bu imtiyazlı payların da imtiyazı SPK kararı ile ortadan kalkacaktır (ayrıca bkz. SPKn m. 28/2).

⁴⁷ İmtiyaz olmadığı halde yönetim kontrolünün elde edilmesi halinde ise ortak olmak için gerekli şartların sağlandığının 10 işgünü içinde SPK'ya bildirimini yeterlidir. (GSYO Tebliği m. 16/2, c. 3). Gerekli şartlar sağlanamadığı takdirde en geç 3 ay içerisinde paylar elden çıkarılmalıdır. (GSYO Tebliği m. 16/3).

⁴⁸ 23.01.2014 tarihli ve 28891 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1) hükümleri de unutulmamalıdır. Bilindiği üzere halka açık anonim ortaklıklarda pay devri veya harici anlaşmalar suretiyle kontrolün sağlanması durumunda zorunlu pay alım teklifi yapılması gerekecektir (Pay Alım Teklifi Tebliği (II-26.1) m. 11). Bu tebliğin 14. maddesinde ise istisnalar yer almaktadır.

⁴⁹ GSYO Tebliği m. 7/4 uyarınca gerçek kişi lider sermayedarların hukuk, bankacılık, finans, girişimcilik, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az 5 yıllık tecrübesi olması ve toplam varlıklarının en az 10 milyon Türk Lirası olması (birden fazla kişi ise toplam 20 milyon Türk Lirası) gerekmektedir. Tüzel kişilerin ise 3 yıllık faaliyet geçmişi olması ve *finansal tablolarında yer alan özsermayesinin en az kurulacak veya dönüşecek ortaklığın çıkarılmış sermayesinin iki katı* ve aktif toplamının ise en az üç katı olması gerekli olup öz sermaye şartı için 100 milyon Türk Lirası, aktif toplamı şartı için ise 200 milyon Türk Lirası tavan uygulanacaktır. (GSYO Tebliği m. 7/5). Ayrıca bankalar hariç tüzel kişi lider sermayedarlar bakımından yönetim kontrolüne sahip nihai gerçek kişilerin; imtiyazlı payların %20'sinden fazlasına sahip gerçek kişilerin ve imtiyazlı payların %20'sinden fazlasına sahip tüzel kişilerin imtiyazlı paylarının %20'sinden fazlasına sahip gerçek kişiler bakımından dn. 59 sayılan şartların e bendi hariç sağlanmış olması gerekmektedir (GSYO Tebliği m.7/3 ve 7/5).

başlayacak 2 yıl boyunca paylarını devretmeleri GSYO Tebliği m. 16/7 uyarınca yasaklanmıştır.

Son olarak GSYO paylarına yatırım yapan yatırımcıların TK'dan kaynaklanan pay sahipliği haklarına sahip olduğu hususunu tereddüde mahal vermemek adına burada belirtelim⁵⁰. Dolayısıyla GSYO yatırımcıları yatırım fonlarındaki sözleşmesel korumaya ek olarak TK'daki pay sahipliği haklarıyla korunmaktadır⁵¹.

(1) Halka Arz

Payların halka arz yoluyla satışı mümkündür. Bunun için hemen aşağıda açıklanan kuruluş veya dönüşüm işlemlerinin tescilini takip eden

- (i) 18 ay içerisinde girişim sermayesi yatırımı yapılması,
- (ii) 3 yıl içerisinde ise girişim sermayesi yatırım portföyünün GSYO Tebliği'ne uygun hale getirilmesi ve
- (iii) 3 yıl içerisinde halka arz başvuru formu ile diğer gerekli belgelerin tamamlanarak SPK'ya başvuru yapılması gerekmektedir. (GSYO Tebliği m. 11/1).

Yukarıda yer alan üç şarttan herhangi birinde eksiklik bulunması veya SPK tarafından başvurunun reddedilmesi halinde ilgili ortaklığın GSYO olarak faaliyet gösterme hakkı sona erer. Mevcut bulunan sebebin niteliğine göre, red kararının tebliği veya anılan sürelerin bitiminden itibaren 3 ay içerisinde esas sözleşmenin GSYO faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde ilgili ortaklıklar TK m. 529/1-b ve m. 529/1-c hükümleri uyarınca sona ermiş sayılacaktır (GSYO Tebliği m. 11/3).

Buna ek olarak, halka arz sonrasında GSYO'ların asgari %25 halka açıklık oranını sağlaması ve bu oranı sürekli olarak koruması gerekmektedir (GSYO Tebliği m. 11/2).

(2) Nitelikli Yatırımcıya İhraç

⁵⁰ SPK, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 18. Bu haklara kâr payı hakkı, tasfiye payı hakkı, rüşhan hakkı, iç kaynaklardan sermaye artırımına bedelsiz katılma hakkı, genel kurula katılım, oy kullanma, bilgi alma ve inceleme hakları örnek verilebilir.

⁵¹ İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 34.

Öte yandan GSYO'ların halka arz yerine paylarını sadece nitelikli yatırımcılara satmayı tercih etmesi de mümkündür⁵². Ancak bu durumda nitelikli yatırımcılara satış konusunda esas sözleşme hükmüne yer verilmesi gerekmektedir (GSYO Tebliği m. 12/1). Bu ihtimalde de halka arza ilişkin sürecin bir benzeri öngörülmüştür. Buna göre, kuruluş veya dönüşüm işlemlerinin tescilini takip eden

- (i) 18 ay içerisinde girişim sermayesi yatırımı yapılması,
- (ii) 3 yıl içerisinde nitelikli yatırımcıya satışa ilişkin ihraç belgesi ve diğer gerekli belgelerin tamamlanarak SPK'ya başvuru yapılması gerekmektedir. (GSYO Tebliği m. 12/2).

Bu iki şartta⁵³ eksiklik bulunması veya SPK tarafından başvurunun reddedilmesi halinde ilgili ortaklığın GSYO olarak faaliyet gösterme hakkı sona erer. Mevcut bulunan sebebin niteliğine göre, red kararının tebliği veya anılan sürelerin bitiminden itibaren 3 ay içerisinde esas sözleşmenin GSYO faaliyetlerini kapsamayacak şekilde değiştirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde ilgili ortaklıklar TK m. 529/1-(b) ve m. 529/1-(c) hükümleri uyarınca sona ermiş sayılacaktır (GSYO Tebliği m. 12/3).

Anılan bu benzerliğe rağmen paylarını nitelikli yatırımcılara ihraç etmek üzere kurulan GSYO'ların tabi olduğu hukuki rejim, halka arz edilecek olan GSYO'lardan farklılıklar göstermektedir. Bu farklılıkların bir kısmını burada zikretmekte fayda görüyoruz. Buna göre paylarını nitelikli yatırımcılara ihraç edecek GSYO'larda;

- Lider sermayedar bulunması gerekmemekte ve lider sermayedara ilişkin hükümler uygulanmamaktadır.
- Payların tamamının nama yazılı olması ve Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından izlenmesi şarttır. Pay devirleri sadece nitelikli yatırımcılar arasında yapılabilecek olup bu nitelikte olmayan devirler pay defterine tescil edilmeyecektir.
- Yönetim kurulu üyelerini aday gösterme imtiyazı ve kâr payında imtiyaz tanıyan paylar haricinde bir imtiyaz öngören pay ihraç edilemez. Buna

⁵² Bu yönü itibarıyla GSYO'ların diğer yatırım ortaklıklarından ayrıldığı yönünde bkz. SPK, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 16.

⁵³ Nitelikli yatırımcıya satıştan önce girişim sermayesi yatırım portföyünün tamamen oluşturulmuş olması şartı aranmaz, ancak kuruluş veya dönüşümü müteakip yapılacak ilk sermaye artırımını veya nitelikli yatırımcıya satışı takip eden birinci yılın sonundan itibaren girişim sermayesi yatırımlarının ortaklık aktifinin en az %51'ini sağlanması şartının yerine getirilmesi zorunludur. (GSYO Tebliği m. 12/4-ç)

karşılık esas sözleşmelerinde yer verilmesi ve SerPK çerçevesinde ayrılma hakkı tanınması halinde ortaklıklar nitelikli yatırımcıya satış sonrasında imtiyazlı pay ihraç edebilirler (GSYO Tebliği m. 12/4).

c. Kuruluş veya Dönüşüm İzni

GSYO Tebliği m. 5, GSYO'ların doğrudan kuruluş aşamasında GSYO formunda kurulması seçeneği haricinde SerPK ve GSYO Tebliği'nin öngördüğü şartlara⁵⁴ uymak kaydıyla daha önce bu nitelikte olmayan bir anonim ortaklığın esas sözleşmesinde değişiklik yaparak GSYO niteliğini kazanmasına imkân tanımaktadır. Aranılan şartları sağlayan başvuruların SPK tarafından uygun bulunması⁵⁵ ve takiben *kuruluştaki kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi* ve gerekli belgeler ile Ticaret Bakanlığı'na başvurulması gerekmektedir. Daha sonra esas sözleşmede yapılacak her bir değişiklik yine SPK iznine tabi olacaktır.

GSYO'ların unvanlarında "girişim sermayesi yatırım ortaklığı" ifadesine yer verme zorunluluğu bulunmakta olup [GSYO Tebliği m. 5/2-(ç)] bu husus dönüşme suretiyle kurulan GSYO'lar bakımından da geçerliliğini korumaktadır. Buradaki amacın GSYO olmayan kişi ve kuruluşların piyasada etkinlik göstererek girişimci ve

⁵⁴ GSYO Tebliği uyarınca "Kuruluş ve dönüşüm başvurularının Kurulca uygun görülebilmesi için, ortaklığın;

a) Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması, kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması veya esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurula başvurusu,

b) Kuruluştaki başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise Kurul düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolarındaki mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile özsermayesinin her birinin 20.000.000 TL'den az olmaması,

c) Kuruluş ve dönüşümde paylarının nakit karşılığı çıkarılması ve pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi,

ç) Ticaret unvanında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,

d) Kurucu ortakların veya mevcut ortakların bu Tebliğde öngörülen şartları haiz olması,

e) Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması veya mevcut esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,

f) Yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün bu Tebliğde öngörülen şartları taşımaları,

g) Başlangıç sermayesinin/çıkarılmış sermayenin %25'i oranındaki paylarının, bu Tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcılara satılacağına Kurula karşı taahhüt edilmiş olması,

ğ) Kurucu veya mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması zorunludur."

⁵⁵ SPK onayının tebellüğünden itibaren kuruluş bakımından esas sözleşme en geç 30 gün içinde sicile tescil edilmeli, dönüşüm bakımından ise değişikliği onaylamak üzere en geç 30 gün içinde genel kurul yapılmalı ve karar 15 gün içerisinde tescil edilmelidir. (GSYO Tebliği m. 8/4).

yatırımcıları yanıltmasının önüne geçilmesi olduğu belirtilmektedir⁵⁶. Yine unvanla ilgili önemli diğer bir husus ise GSYO Tebliği m. 7/3 uyarınca, ticaret unvanında yer verilen bir ifadeyle ortaklıkla doğrudan veya dolaylı olarak bağlantılı olduğu izlenimi uyandırıldığı takdirde ilgili gerçek veya tüzel kişilerin lider sermayedar olması gerekliliğidir.

SPK izni bakımından kurucu ve ortakların⁵⁷, lider sermayedarın⁵⁸ ve yönetim kurulu üyeleri⁵⁹ ile genel müdürün⁶⁰ piyasada güveni sağlama amacıyla öngörülen belirli özellikleri taşıması gerekmektedir.

⁵⁶ İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı**, s. 35.

⁵⁷ GSYO Tebliği m. 6 uyarınca “(1) Ortaklıkların gerçek ve/veya tüzel kişi kurucu ortaklarının;

a) Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması,

b) Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,

c) Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması,

ç) Mülga 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararnemeye göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,

d) 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 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 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 olmaması,

e) Ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması,

f) İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması,

g) Muaccel vergi borcu bulunmaması,

ğ) 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkûm olmaması,

h) Kanunun 101 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması şarttır. Bu fıkranın (a) bendinde belirtilen şartlar, iflasın kaldırılmasına, kapatılmasına veya konkordato teklifinin tasdikine ilişkin kararın, (b) bendinde yer alan şartlar ise buna ilişkin kararın kesinleşme tarihinden itibaren 10 yıl geçmesi halinde bu fıkranın uygulanmasında dikkate alınmaz.

(2) Dönüşüm başvurularında, dönüşecek anonim ortaklığın mevcut ortaklarının bu maddenin birinci fıkrasının (e) bendi dışındaki bentlerinde yer alan şartları sağlamaları zorunludur. Halka açık ortaklıkların dönüşüm başvurularında ise, sadece yönetim kontrolü sağlayan paylara sahip olan ortakların bu maddenin birinci fıkrasının (e) bendi dışındaki bentlerinde yer alan şartları sağlamaları gerekmektedir.”

⁵⁸ Bkz. dn. 47.

⁵⁹ Mali güç kriteri haricinde ortak ve kurucularda aranan özelliklerin sağlanması gerektiği gibi ayrıca yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun dört yıllık yükseköğrenim kurumlarından mezun olmuş olmaları ve ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, bankacılık, finans, girişimcilik, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az üç yıllık tecrübeye sahip olmaları zorunludur (GSYO Tebliği m. 17).

d. Kayıtlı Sermaye Sistemine Tabi Anonim Ortaklık

Anonim şirketlerde sermaye yapısı bakımından esas sermaye ve kayıtlı sermaye sistemi olmak üzere iki ayrı seçenek mevcuttur. Esas sermaye, pay sahiplerinin taahhütlerinden oluşan ve artırılması ya da azaltılması TK’da öngörülen sıkı usullere bağlanmış olan bir sermaye türü iken; kayıtlı sermaye sistemi ortaklıklara yönetim kurulu kararı ile daha hızlı bir biçimde asgari (başlangıç sermayesi) ve azami (kayıtlı sermaye) miktarlar arasında artırım yapabilme imkânı tanıyan bir sermaye türüdür⁶¹.

GSYO Tebliği gerek tanıma ilişkin 4. maddesinde gerekse de kuruluş dönüşüm şartlarına ilişkin m. 5/2-(a) bendinde GSYO’ların kayıtlı sermaye sistemine tabi olması gerektiğini düzenlemiştir. Buna göre GSYO başvurusu yapacak bir anonim şirketin ya kayıtlı sermayeli olarak kurulması ya da esas sermaye sistemine tabi ise kayıtlı sermaye sistemine geçmek üzere SPK’ya başvurması gerekmektedir. Bu durum yatırım ortaklıklarının kuruluş izni alabilmesi için kayıtlı sermayeli olmasını arayan SerPK m. 49 ile uyum içerisindedir.

2. Faaliyet

GSYO faaliyetleri, GSYF’lerde olduğu gibi girişim sermayesi yatırımları ve izin verilen diğer işler olarak ikiye ayrılabilir. Tebliğ her bir faaliyet ve faaliyet kapsamında oluşturulan portföye göre sınırlamalar öngörmüştür. Çalışmamızda GSYF’ler için uyguladığımız yönteme benzer şekilde her bir sınırlamayı mümkün oldukça ilgili faaliyet veya portföy unsurundan bahsedildiği yerlerde dipnot şeklinde vurguladık. Burada öncelikle hem girişim sermayesi yatırımları hem de izin verilen diğer yatırımlarda görülebilecek olan genel bir sınırlamaya işaret etmek istiyoruz. GSYO Tebliği m. 22/1-(a) uyarınca, yatırım yapılacak ortaklıkların yönetim kontrolüne sahip kişiler şayet GSYO’nun da yönetim kontrolüne sahip ortak, yönetim kurulu üyesi veya genel müdürü ise bu yatırıma izin verilmeyecektir. İlişkili taraf olmayan şirketlere eş anlı yapılan yatırımlar, bu bent kapsamında değerlendirilmez. Dolayısıyla örneğin burada sayılan kişilerin ilişkili taraf olmayan

⁶⁰ Yönetim kurulu üyeleri için aranan şartlar genel itibarıyla aynı olmakla birlikte ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, bankacılık, finans, girişimcilik, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi alanlardaki tecrübe süresi en az 5 yıl olarak aranmaktadır (GSYO Tebliği m.18).

⁶¹ Poroy/Tekinalp/Çamoğlu, **Ortaklıklar I**, n. 41a.

bir şirkete, sayılan pozisyonlarda olduğu GSYO ile eş anlı olarak kendi adına yatırım yapması mümkündür. Yine burada peşinen belirtelim ki, girişim sermayelerine yönelik %51’lik asgari sınır ve diğer faaliyetlerde zikredeceğimiz girişim sermayesi danışmanlığı yapan danışmanlık şirketlerine ortak olunması ve Türkiye’deki girişim sermayesi faaliyetlerine danışmanlık veren yurtiçi/yurtdışı şirketlere ortak olunması ile yurtiçinde kurulu olan veya yurtdışında kurulu olsa bile faaliyeti sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketlerinden oluşan portföy yönetim şirketlerine ortak olunması halinde uygulanacak %10’luk sınır haricinde, burada ifade edilen hiçbir sınırlama nitelikli yatırımcılara arz yolunu tercih eden GSYO’lar için uygulanmayacaktır.

a. Girişim Sermayesi Yatırımları

Girişim sermayesi yatırımları girişim şirketlerine sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak veya kurucu olunması şeklinde görülebileceği gibi esas sözleşmesinde belirlenen faaliyeti sadece girişim şirketlerine yatırım yapmak ile sınırlanan yurtiçinde kurulu özel amaçlı anonim şirketler veya yurtdışında kurulu kolektif yatırım kuruluşları vasıtasıyla dolaylı sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla da yapılabilir. Yine bu özel amaçlı şirketlere ortak olunması ile girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara⁶² veya girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapılması da girişim sermayesi yatırımıdır. Buna ek olarak, girişim şirketlerine borç sermaye karması finansman sağlanması⁶³ veya halka açık girişim şirketlerinin borsada işlem görmeyen paylarına⁶⁴ yatırım yapılması da girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmektedir (GSYO Tebliği 21/3). O halde şu ana kadar saydığımız yatırım türlerine bakıldığında “girişim şirketi” tanımına ihtiyaç duyulduğunu görmekteyiz.

Yukarıda açıkladığımız gibi, çoğu tebliğ veya genel olarak düzenleme kendi uygulama alanını sınırlamak adına kendine özgü tanımlara yer vermektedir. GSYO

⁶² Ancak bu kuruluşlar için GSYO Tebliği m. 21/3-c bendi uyarınca “yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması” şartı aranmaktadır. Buna ek olarak bu yatırımlar ortaklık aktifinin %49’unu geçemeyecek olup ilgili kuruluşun sermayesinin %20’sini de geçemeyecektir.

⁶³ Bkz. aşağıda Borç Sermaye Karması Sözleşme (“Convertible Note”). Ayrıca belirtelim ki, bu yatırımın ortaklık aktifinin %25’ini geçmesine izin verilmemektedir.

⁶⁴ Bu yatırımın ortaklık aktifinin %25’ini geçmesine izin verilmemektedir.

Tebliği de ayrı bir “girişim şirketi” tanımından faydalanmıştır. Buna göre, GSYO Tebliği m. 21 incelendiği zaman, 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*” ve anonim veya limited⁶⁵ şirket türünde örgütlenmeleri gerekmektedir. Bu bakımdan girişim şirketlerinin yatırımcı ile girişimcinin GSYO aracılığıyla ortak olmasıyla birlikte girişim sermayesi yatırımının kurumsallaşması sonucunun doğduğu belirtilmekte⁶⁶ ise de kanaatimizce bu durum GSYO’lara özgü değildir; zira, aynı durum örneğin bir melek yatırımcının girişim şirketine ortak olmasında da görülebilecektir. Ne de olsa, her ne kadar borç sermaye karması finansman gibi alternatif finansman yöntemleri bulunsa da yine de en yaygın ve klasik yöntem girişim şirketine doğrudan veya dolaylı olarak ortak olunmasıdır.

Son olarak diğer GSYO’ların sermaye piyasası araçlarına veya GSYF’lerin katılma payları [GSYO Tebliği m. 21/3-(ç)] ile Borsa İstanbul Anonim Şirketi Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören şirketlere yapılacak yatırımlar [GSYO Tebliği m. 21/3-(d)] girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmektedir.

Girişim sermayesi yatırımının ne olduğunu tespit etmek önemlidir; zira GSYO’ların aktif toplamının en az %51’i girişim sermayesi yatırımlarından oluşmak zorundadır [GSYO Tebliği m. 22/1-(b)]. Buna karşılık KOBİ şartlarını⁶⁷ sağlayan girişim şirketlerine yapılan doğrudan yatırım tutarı ortaklık aktifinin %5’i oranını bulursa anılan %51’lik bu sınır %35 olarak uygulanacaktır [GSYO Tebliği m. 22/1-(ğ)]. %51’lik bu portföy sınırının ihlali geçici durumlar⁶⁸ veya girişim şirketine yapılan yatırımdan çıkış gerçekleştirilmesi olmak üzere 2 olası sebeple söz konusu olabilir. Her iki durumda izlenecek yol SPK’ya başvurularak süre istenmesi olup geçici durumlar için verilebilecek süre ilgili aykırılığın olduğu hesap döneminin sonundan itibaren 1 yıl, çıkış halinde ise çıkışın yapıldığı hesap döneminin sonundan

⁶⁵ Yatırım tarihi itibarı ile limited şirket olan girişim şirketlerinin, ilk yatırım tarihini takip eden bir yıl içinde anonim şirkete dönüşüm işlemlerinin tamamlanması zorunludur (GSYO Tebliği 21/2)

⁶⁶ İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı**, s. 11.

⁶⁷ Bkz. dn. 6.

⁶⁸ GSYO Tebliği m. 24/1’de yer alan bu durumlara örnek olarak ortaklığın sermaye artırımı, kâr payı tahsili, girişim şirketinin iflâsı veya girişim sermayesi yatırımı dışındaki diğer yatırımların değerlerinin artması örnek gösterilebilir.

itibaren 2 yıldır. Ancak farklı olarak, GSYO Tebliği m. 24/2 uyarınca çıkış halinde süre istenmesi imkânı son 5 yıl içerisinde ancak bir kez kullanılabilir. Bu sürede sınırlamalara uyumun gerçekleştirilememesi halinde en geç 3 ay içinde GSYO esas sözleşmesinde değişiklik yaparak faaliyetlerinden girişim sermayesi yatırım ortaklığı faaliyetini çıkarmak üzere SPK'ya başvuru yapmakla yükümlü tutulmuştur. Bu yükümlülüğün ihlal edilmesi halinde ilgili GSYO TK. m. 529/1-(b) ve (c) bentleri gereği sona ermiş sayılacaktır (GSYO Tebliği m. 24).

b. İzin Verilen Diğer İşler

Yukarıda portföye ilişkin yaptığımız açıklamalarda GSYO'ların portföylerini çeşitlendirmek amacıyla girişim sermayesi yatırımları dışında birtakım yatırımlarda⁶⁹ bulunmasına izin verildiğini ifade etmiştik. Yine GSYO Tebliği m. 22/1-(g) uyarınca GSYO'lar esas sözleşmelerinde hüküm bulunması kaydıyla portföylerini döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklerden korumak amacıyla türev işlemlere taraf olabilirler. Öte yandan GSYO'lar, portföylerindeki girişim şirketlerinin yönetimine katılmak, onlara danışmanlık hizmeti sunmak, Borsa İstanbul Gelişen İşletmeler Piyasasında piyasa danışmanlığı, Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik danışmanlık yapmak üzere yurtiçi/yurtdışı danışmanlık şirketlerine ortak olmak⁷⁰ ile yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri veya yurtdışında kurulmakla birlikte sadece yurtiçindeki girişim şirketlerine yönelik faaliyet gösteren portföy yönetim şirketlerine ortaklık⁷¹ sağlamak gibi faaliyetlerde bulunabilirler.

KOBİ niteliği taşıyan girişim şirketleri lehine rehin/teminat/ipotek tesisi⁷² ve ortaklık portföyünde bulunan veya bulunması muhtemel girişim şirketlerine yapılacak yatırımın finansmanı için bu şirketlerin paylarının rehin veya teminat gösterilmesi mümkün olmakla birlikte, bu sayılanlar haricinde hiçbir surette 3. kişi

⁶⁹ Bu yatırımlarda tek bir ihraççının ihraç ettiği sermaye piyasası aracına yapılacak ortaklık aktifinin %10'undan fazla yatırım yapılmasına izin verilmemektedir [GSYO Tebliği m. 22/1-(c)]. Öte yandan Türk Lirası ve döviz cinsinden vadeli veya vadesiz mevduat ve katılma hesaplarına yapılan yatırım için azami yatırım sınırı %20 olarak belirlenmiştir [GSYO Tebliği m. 22/1-(ı)].

⁷⁰ Yapılacak yatırımın ortaklık aktifinin %10'unu geçmesine izin verilmemektedir [GSYO Tebliği m. 22/1-(ç)].

⁷¹ Her iki portföy yönetim şirketi için de yapılacak yatırımın ortaklık aktifinin %10'unu geçmesine izin verilmemektedir [GSYO Tebliği m. 22/1-(ç)].

⁷² Verilecek rehin, teminat veya ipotek ortaklık aktifinin %10'unu geçemeyecek olup ilgili girişim şirketi lehine yapılan bu işlem tutarı ilgili şirkete yapılan yatırımın %25'ini de geçemeyecektir [GSYO Tebliği m. 22/1-(d)].

lehine teminat verilmesi, kefalet veya rehin kurulması mümkün değildir (GSYO Tebliği m. 20/2).

Son olarak GSYO, GSYO Tebliği m. 20/3 kapsamında portföyündeki girişim şirketlerine münhasıran işletme sermayesi olmak üzere kısa vadeli finansman sağlayabilecektir; ancak her ne kadar finansman girişim şirketine sağlanıyor olsa da açıkça bu faaliyetin girişim sermayesi yatırımı olmadığı belirtilmiştir.

Her bir yatırıma ilişkin ilgili dipnotlarda yer verdiğimiz portföy sınırlamalarına aykırılık halinde GSYO Tebliği m. 24/3 uygulama alanı bulacak olup SPK'ya başvurularak süre talep edilmesi gerekecek ve başvurunun uygun görülmesi halinde aykırılığın olduğu hesap döneminin sonundan itibaren 1 yıl süre verilecektir. Belirtelim ki, ilgili hükümde sözkonusu aykırılığın portföydeki varlıkların değerindeki değişimden kaynaklanması halinde bu maddenin uygulanmayacağı düzenlenmiştir. Verilen ek süre sonunda uyum sağlanamadığı takdirde, girişim sermayesi yatırımlarındaki ihlal için öngörülen sonuçla aynı şekilde, esas sözleşme hükmünde değişiklik yapılarak faaliyet kapsamından GSYO faaliyetlerinin çıkarılması için 3 aylık bir süre daha verilecek ve buna uyulmadığı takdirde ilgili GSYO TK m. 529/1-(b) ve (c) bentleri gereğince sona ermiş sayılacaktır.

D. GSYF ve GSYO Bakımından Ortak Değerlendirme: Vergisel Avantajlar⁷³

Vergisel avantajlar yönünden bakıldığında GSYF ve GSYO'lara ilişkin düzenlemelerin birlikte yapıldığı görülmektedir. Tespit edebildiğimiz kadarıyla 5 adet avantaj bulunmaktadır. Bu avantajlar, yasa koyucunun girişim sermayesi yatırımlarında GSYF ve GSYO'ların daha aktif kullanılması iradesini yansıtmaktadır⁷⁴.

⁷³ Bu bölüm için bkz. Aydın, **Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi**, s. 57-82; İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, s. 52 vd.; Bu başlık altında vergilendirmeyi değil, sadece vergisel avantajları ele aldık. Ancak değer artış kazancı suretiyle gelir vergisine tabi olma bakımından hisseleri 2 yıl elde tutma istisnası ve bireysel yatırımcı ile ticari işletmeler arasındaki vergisel farklılıklar için bkz. Aydın, **a.g.e.**, s. 71.

⁷⁴ İnce, **GSYO**, s. 52.

1. Kurumlar Vergisi Kanunu Uyarınca Kazanç İstisnası⁷⁵

5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun ("Kurumlar Vergisi Kanunu") 5/d-(3) maddesi Türkiye'de kurulu⁷⁶ GSYF ve GSYO kazançlarının kurumlar vergisinden istisna olduğunu düzenlemiştir.

2. Kurumlar Vergisi Kanunu Uyarınca Katılım Payları ve Hisse Senetlerinden Elde Edilen Kâr Paylarına İlişkin İstisna

Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5/a-(3) maddesi, kurumların tam mükellefiyete tabi GSYF'lerin katılma payları ile GSYO'ların hisse senetlerinden elde ettikleri kâr paylarının kurumlar vergisinden istisna olduğunu düzenlemiştir⁷⁷.

3. Stopaj

Kurumlar Vergisi Kanunu m. 15/3 uyarınca anılan kanunun 5/1-(d) maddesinde sayılan kazançlardan dağıtılsın veya dağıtılmasın kurum bünyesinde %15 oranında vergi kesintisi yapılacaktır⁷⁸. Buna karşılık Kurumlar Vergisi Kanunu m. 15/4'ten yetki alan Bakanlar Kurulu⁷⁹ 12.01.2009 tarihli ve 2009/14594 sayılı Bakanlar Kurulu kararnamesi⁸⁰ ile GSYF ve GSYO kazançlarından yapılacak stopaj kesintisi oranını sıfıra indirmiştir. 1 Seri Numaralı Kurumlar Vergisi Genel Tebliği m. 15.3.10 uyarınca istisnadan yararlanan bu fon ve ortaklıklar kâr dağıtımına ilişkin stopaja da tabi olmayacaktır.

⁷⁵ Uygulamada "portföy işletmeciliği kazançları istisnası" olarak anıldığı yönünde Aydın, **a.g.e.**, s. 66. Buna karşılık GSYF ve GSYO'ların diğer kuruluşlardan farklı olarak sadece portföy işletmeciliğinden doğan kazançları değil, **tüm kazançlarının** istisnadan yararlandığı yönünde bkz. **a.e.**, s. 68.

⁷⁶ Yabancı fon kazançlarının vergilendirilmesi açısından Kurumlar Vergisi Kanunu m. 5/A şartları sağlanırsa istisna uygulanması mümkündür. Bu yönde bkz. Aydın, **a.g.e.**, s. 66.

⁷⁷ Aynı maddeye göre, tam mükellefiyete tabi diğer yatırım fonlarının katılma paylarından elde edilen kâr payları "portföyünde yabancı para birimi cinsinden varlık ve altın ile diğer kıymetli madenler ve bunlara dayalı sermaye piyasası araçları bulunmama" şartıyla istisna olarak öngörülmüş iken diğer yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinden elde edilen kâr payları istisnadan yararlanamayacaktır.

⁷⁸ Kurumlar Vergisi Kanunu kapsamında m. 15 gereğince kurum kazançları üzerinden tevkifat yapılmasının kâr dağıtımına bağlandığı ancak diğer kurumlardan farklı olarak GSYO ve GSYF'lerin kâr payı dağıtılsın veya dağıtılmasın tevkifat yapması gerektiği yönünde bkz. Aydın, **a.g.e.**, s. 68.

⁷⁹ Kurumlar Vergisi Kanunu m. 15/4 ilk haliyle bu yetkiyi Bakanlar Kurulu'na tanımıştı. Ancak anayasa değişikliğini takiben çıkarılan 2/7/2018 tarihli ve 700 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin 173 üncü maddesiyle bu yetki Cumhurbaşkanlığı'na devredilmiştir. Öte yandan stopajı sıfıra indiren Bakanlar Kurulu Kararı 2009 tarihli olduğundan yetkiye ilişkin bir sorun bulunmamaktadır.

⁸⁰ 03.02.2009 tarihli ve 27130 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan karar için bkz. (Çevrimiçi) <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2009/02/20090203-5.htm> SET 06.05.2022

4. Fon Ayırma İmkânı

213 sayılı Vergi Usul Kanunu m. 325/A uyarınca mükellefler Türkiye’de kurulmuş veya kurulacak olan (i) GSYO’lara sermaye olarak konulmak üzere veya (ii) GSYF katılım payı almak üzere ilgili dönem kazancından veya beyan edilen gelirden kurum kazancının veya beyan edilen gelirin %10’unu ve öz sermayenin⁸¹ %20’sini aşmamak kaydıyla girişim sermayesi fonu ayırabilir.^{82 83}

“Mükelleflerce, fonun ayrıldığı yılın sonuna kadar girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına veya girişim sermayesi yatırım fonlarına yatırım yapılmaması halinde, zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler gecikme faizi ile birlikte tahsil edilir. Bu fon; amacı dışında herhangi bir suretle başka bir hesaba nakledilmesi, işletmeden çekilmesi, ortaklara dağıtılması, dar mükelleflerce ana merkeze aktarılması veya işin terki, işletmenin tasfiyesi, devredilmesi, bölünmesi ya da girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin veya girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarının elden çıkarılmasından itibaren altı ay içinde bu maddede belirtilen amaçla yeniden kullanılmaması halinde, bu işlemlerin yapıldığı veya sürenin dolduğu dönemde vergiye tabi tutulur.” (Vergi Usul Kanunu m. 325/A).

5. Damga Vergisi

Damga Vergisi Kanunu tablo IV b. 50 uyarınca *“girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonlarının münhasıran girişim sermayesi yatırımları ile ilgili düzenlenen sözleşmeler ile bu sözleşmelere ilişkin düzenlenen diğer kâğıtlar”* damga vergisinden istisna tutulmuştur.

E. Melek Yatırımcı

⁸¹ Dönem sonu öz sermaye olduğu yönünde bkz. Aydın, **a.g.e.**, s. 77.

⁸² Aynı maddeye göre *“Girişim sermayesi fonu olarak ayrılan tutarlar pasifte geçici bir hesapta tutulur.”* Bu ifadeden hareketle bu fonun sadece bilanço esasına göre defter tutan mükellefler tarafından ayrılabilmesi yönünde bkz. Aydın, **a.g.e.**, s. 76.

⁸³ *“Ayrıca “Diğer indirimler” başlığı altında GVK m.89/(12)’de VUK m.325/A hükmüne göre “girişim sermayesi fonu olarak ayrılan tutarların beyan edilen gelirin %10’unu aşmayan” kısmın beyana tabi gelirden indirilebileceği ifade edilmiştir. Aynı hükme “Diğer indirimler” başlığı altında KVK m.10/(1)-g’de kurumlar vergisi mü- kellefleri bakımından yer verilmiş ve “kurumlar vergisi beyannamesi üzerinde ayrıca gösterilmek” koşuluyla söz konusu indirimin kurum kazançlarından da yapılabilmesine olanak sağlanmıştır. Ancak söz konusu düzenlemeye istisnalar arsında değil indirimler arasında yer verilmiştir. İstisnalar ile indirimlerin amaç, işleyiş ve vergiye tabi kazancın tespiti bakımından gördükleri işlevin farklı olduğu göz önünde bulundurularak istisna mahiyeti taşıyan girişim sermayesi fonu müessesesine indirimler arasında yer verilmesi vergi hukuku mantığı açısından isabetli değildir.”* şeklindeki değerlendirmeler için bkz. Aydın **a.g.e.**, s. 76.

1. Genel Olarak

Melek yatırımcı, girişim şirketine ve girişimciye finansman sağlayan gerçek kişileri ifade eden ve uluslararası literatürde “angel investor” olarak anılan varlıklı bireysel yatırımcıları ifade etmektedir. Türk mevzuatında ise bu kavrama denk gelecek şekilde “bireysel katılım yatırımcısı” ifadesi kullanılmaktadır.

Esasen bireysel katılım yatırımcısı ifadesinin geçtiği düzenlemeler aşağıda görüleceği üzere melek yatırımcılığı regüle etmekten ziyade vergi teşvikinin nasıl uygulanacağına ilişkin hükümler öngörmektedir. Nitekim ilgili düzenlemelerde yetkili bakanlık olarak Hazine ve Maliye Bakanlığı öngörülmüştür. Buradan hareketle öncelikle belirtelim ki, düzenlemelerde yer alan tanımlar teşvike ilişkin yönetmeliğin uygulama kapsamını belirlemeyi hedeflemektedir. Diğer bir deyişle, melek yatırımcılığa ilişkin düzenlemelerde yer alan tanım ve içerik melek yatırımcıyı sınırlayıcı bir şekilde tanımlamaktan ziyade sadece hangi melek yatırımcıların vergi teşvikinden faydalanacağını belirlemektedir. Dolayısıyla esasen melek yatırımcı anlamında kullanılan bireysel katılım yatırımcısı sıfatı melek yatırımcının kim olduğunu değil, vergi desteğinden faydalanabilecek melek yatırımcıların kim olduğunu düzenlemektedir. Nitekim Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelikte (“**BKS Yönetmeliği**”) yer alan “BKS Mevzuatı” ifadesinin “1/12/1960 tarihli ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanununun geçici 82 nci maddesi, 1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesinin 253 üncü maddesi, bu Yönetmelik ve ilgili diğer mevzuatı” olarak tanımlanması da bu anlayışın diğer bir sonucudur [BKS Yönetmeliği m. 3/1-(ç)].

2. BKS Yönetmeliği Kapsamında Bireysel Katılım Yatırımcısı Tanımı

BKS Yönetmeliği, bireysel katılım sermayesinin yüksek risk içermesi nedeniyle finansmana erişimde sıkıntı yaşayan başlangıç veya büyüme aşamasındaki girişimler için finansal bir araç olarak değerlendirilen bireysel katılım sermayesinin desteklenmesi ve denetimi amacıyla tesis edilmiştir⁸⁴ (BKS Yönetmeliği m. 1).

⁸⁴ Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından, 10/7/2018 tarihli ve 30474 sayılı RG’de yayınlanan 1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamesinde 253. maddeye dayanılarak tesis edilmiştir.

a. Bireysel Katılım Yatırımcısı

Bireysel katılım yatırımcısı, “*kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişileri*” ifade etmektedir [BKS Yönetmeliği m. 3/1-(d)]. Bu tanımın genel itibarıyla evrensellik arz ettiği söylenebilir. Bununla birlikte, bireysel katılım yatırımcısı lisansı almak için BKS Yönetmeliği bu şartlara ilişkin ek düzenlemeler öngörmektedir. Lisans ise vergi desteğinden faydalanmanın ön koşuludur. O halde hemen yukarıda ifade ettiğimiz üzere, aşağıda yer alan şartlar hangi bireysel katılım sermayesi yatırımcılarının vergi desteğinden faydalanabileceğini düzenlemektedir.

(1) Yüksek Gelir veya Servet ya da Tecrübe

BKS Yönetmeliği uyarınca Bireysel Katılım Yatırımcısı lisansı alabilmek için aranan şartlardan biri yüksek gelir⁸⁵ veya yüksek servete⁸⁶ sahip olmaktır. Bu şartlar birbirine alternatif olarak öngörülmüştür.

Öte yandan varlığa ilişkin olarak yüksek gelir veya servetin birbirine alternatif olması gibi, tecrübe şartı da varlığa ilişkin bu seçeneklere alternatif niteliktedir. Buna göre banka ve finansal kuruluşlarda fon veya portföy yöneticiliği ile banka ve finansal kuruluşların küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin finansmanı veya kurumsal finansman birimlerinde ya da girişim sermayesi şirketlerinde müdür dengi veya üstü pozisyonlardaki asgari iki yıllık iş tecrübesi; belirli yükseklikteki yıllık ciroyu aşan herhangi bir işletmede genel müdür yardımcısı dengi veya üzeri bir pozisyondaki tecrübe⁸⁷; BKY ağına üye bir şirketteki BKY sıfatıyla ortaklık tecrübesi⁸⁸ veya yurtiçi kuluçka ve teknoloji geliştirme merkezlerinde -belirli

⁸⁵ “Lisans almadan önceki iki yıl için, yıllık gelir vergisi beyannamesinde yer alan gelir unsurlarının veya ücretli çalışanlar için yıllık ücretlerinin gayrisafi tutarları toplamı olarak ifade edilen yıllık gayrisafi geliri en az 200.000 TL olan” yatırımcılar yüksek gelirli kabul edilmektedir (BKS Yönetmeliği m. 5/2-(a)-1).

⁸⁶ “Müracaat anında sahip oldukları her türlü menkul ve gayrimenkul varlıklarından oluşan kişisel servetin toplam değeri en az 1.000.000 TL” olan yatırımcılar yüksek servetli kabul edilmektedir (BKS Yönetmeliği m. 5/2-(a)-2).

⁸⁷ “Lisans alınmadan önce son beş yıl içinde en az iki yıl, yıllık cirosu en az 25.000.000 TL olan bir işletmede genel müdür yardımcısı veya dengi bir pozisyonda ya da daha üst bir pozisyonda çalışan” (BKS Yönetmeliği m. 5/2-(b)-2).

⁸⁸ “BKY ağlarının birine lisans alınmadan önce en az bir yıl süreyle üyeliği bulunan ve müracaat sırasında son mali yıldaki net satışları 5.000.000 TL’nin altında olan ve halka açık olmayan bir veya daha fazla şirkette BKY olarak ortak olan” (BKS Yönetmeliği m. 5/2-(b)-3).

miktarda sermaye koymak kaydıyla- elde edilen tecrübe⁸⁹ BKS Yönetmeliği bakımından yapılacak lisans başvurularında “tecrübeli yatırımcı” tespitinde göz önüne alınacaktır.

Toparlayacak olursak, melek yatırımcının yüksek gelir, yüksek servet veya tecrübe şartlarından en az birini sağlaması lisans başvurusu bakımından yeterli kabul edilecektir.

(2) Gerçek Kişi

Gerek bireysel katılım yatırımcısı tanımında (BKS Yönetmeliği m. 3/1-(d)) gerekse de lisansa ilişkin BKS Yönetmeliği m. 5 düzenlemesinde bireysel katılım yatırımcılarının gerçek kişi olduğu vurgulanmıştır. Nitekim bu husus kavramın evrensel karşılığı olan melek yatırımcı (angel investor) ile de örtüşmektedir. Bu bakımdan sadece mevcut Türk hukuku düzenlemesine göre bireysel katılım yatırımcısı sıfatını alarak vergi teşvikinden faydalanan yatırımcılar değil, tüm melek yatırımcılar gerçek kişi sıfatını haizdir ve bu yönü itibariyle yukarıda açıkladığımız GSYF ve GSYO gibi başlıca girişim sermayesi yatırımcılarından ayrılmaktadır.

BKS Yönetmeliği uyarınca belirli suçlardan⁹⁰ mahkûm olan kişiler BKY lisansı alamayacak olup vergi teşvikinden faydalanamayacaktır. Buna karşılık, yatırımcının yabancı olmasının BKY olarak nitelenmesine engel olmadığı anlaşılmaktadır; zira BKY Yönetmeliği m. 7/2 uyarınca yabancı sıfatını haiz BKY'lere lisans başvurusu yapabilmeleri için “*Aile, Çalışma ve Sosyal Hizmetler Bakanlığından alınan çalışma izni ve İçişleri Bakanlığından alınan oturma iznine ilişkin belgelerin de gönderilmesi*” külfeti yüklenmiştir.

Hazine ve Maliye Bakanlığı, BKS Yönetmeliği m. 12/1’de belirtildiği üzere, bireysel katılım yatırımcılarının kimliğini kural olarak gizli tutmaktadır. Ancak adli ve idari makamlarca ilgili kanunlara dayalı yapılacak olan talepler ve BKY’nin yazılı

⁸⁹ Başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketleri desteklemek amacıyla kurulmuş olan yurt içi kuluçka merkezlerinde ya da teknoloji geliştirme merkezlerinde en az iki yıl tecrübesi bulunan ve bu merkezlerdeki başlangıç veya büyüme aşamasındaki bir veya daha fazla şirkete asgari 20.000 TL sermaye koyan” (BKS Yönetmeliği m. 5/2-(b)-4)

⁹⁰ BKS Yönetmeliği m. 6 uyarınca bu kişiler: “Taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi süreli hapis veya cezası ne olursa olsun basit ve nitelikli zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, görevi kötüye kullanma gibi yüz kızartıcı suçlar ile kaçakçılık suçları, resmî ihale ve alım satımlara fesat karıştırma, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, Devlet sırlarını açığa vurma veya vergi kaçakçılığı suçlarından dolayı hüküm giymiş kişiler” olarak belirtilmiştir.

başvuru veya izni bu durumun istisnasını teşkil etmektedir. BKY'nin talebi veya izni halinde Hazine ve Maliye Bakanlığı ilgili yatırımcının kimlik ve iletişim bilgilerine ek olarak yatırım yaptığı girişim şirketini⁹¹ yayımlayabilir (BKS Yönetmeliği m. 12/2). Böylelikle ilgili melek yatırımcı girişim ekosisteminde daha çok tanınabilir ve girişimciler nezdinde iletişime geçilerek projelerinin sunulması hedeflenen bir kişi haline gelebilir. Yine ilgili melek yatırımcının tanınır hale gelmesi ve yaptığı yatırım tercihlerinin bilinir olması da finansman ihtiyacı duyan ve kendisiyle iletişime geçmeyi planlayan girişimciler için farklı yatırımcılar bulmak konusunda avantaj teşkil edecektir.

(3)Başlangıç ve Büyüme Aşamasındaki Şirketlere Yatırım

BKY'ler yatırımlarını başlangıç ve büyüme aşamasındaki şirketlere yöneltmektedir. Bu bakımdan yatırımlar, bizzat desteklenen girişimciyle birlikte yeni bir girişim şirketi kurulması veya mevcut bir girişim şirketine sermaye aktarmak suretiyle ortak olunması şeklinde görülebilir. Ancak hangi yöntem tercih edilirse edilsin BKS Yönetmeliği m. 19 uyarınca, BKY'ler ilgili girişim şirketinin yönetimine ancak resmi yönetim organına katılım suretiyle katılabilmektedir. “Resmi yönetim organına katılım” ifadesi, katılımın yönetim kuruluyla sınırlı olduğu tereddüdü doğuracak şekildedir. Ancak burada kastedilenin teknik anlamı yerine, uygulamadaki şekliyle şirket üzerinde “söz sahibi” olmak şeklinde geniş anlaşılması gerekir. Zira aynı maddede belirtildiği üzere, bu katılım genel kurul, yönetim kurulu veya danışma kurulu veya komitesi ile olacaktır. Öte yandan BKY ilgili girişim şirketinde “*yönetim kurulu dışında idari görev alamaz ve personel olarak çalışamaz, herhangi bir şekilde ücret veya maaş alamaz.*” Aksi takdirde, ilgili BKY öncelikle Bakanlık tarafından uyarılacak ve 1 ile 3 ay arasında verilecek olan süre içerisinde aykırılığa son vermezse lisansı iptal edilebilecektir. Belirtelim ki, m. 19 atfıyla

⁹¹ BKS Yönetmeliği m. 12/2 c.2: “Bakanlık gerekli gördüğü takdirde girişim şirketinin bilgilerinin yayımlanması konusunda BKY dışındaki diğer ortakların da yazılı iznini talep edebilir.” Nitekim girişim şirketinin menfaatinin korunduğu diğer bir hüküm ise BKS Yönetmeliği m. 20’de yer almaktadır. Buna göre “BKY’ler ve BKY ortaklıkları, girişimcinin yazılı onayı olmaksızın, girişimci için ticari sır niteliğindeki bilgileri yayamaz veya kullanamaz. Girişimci, BKY’den ticari sırlarının korunmasını amaçlayan bir sözleşmeyi imzalamasını talep edebilir. Bu maddeye aykırılığın tespiti halinde 11 inci maddenin ikinci fıkrası hükümleri uygulanır.”

uygulanacak olan m. 11/2 hükmünün lafzının “*edilebilir*” olması bu konuda Bakanlık lehine bir takdir yetkisi tanındığı sonucunu doğurmaktadır. Ayrıca ifade edelim ki, bu düzenleme esasen yatırımcıya sunulan devlet desteğinin kötüye kullanılmaması hedefini taşımaktadır.

Uygulamada melek yatırımcıların yatırım yaptığı girişim şirketinin işleyişine fazla dahil olması başlı başına bir sorun teşkil etmektedir. Gerek girişimcilerin iş planının etkilenmesi ve hareket alanlarının kısıtlanması gerekse de girişimcilerin diğer yatırımcılarla bu sebeple çatışma yaşama ihtimali girişimci yönünden oluşan sorunlar iken melek yatırımcının yatırımdan öte bir faaliyete girişmesi kendi vaktinin de öngörülmez derecede harcanmasına yol açacaktır. Bu sebeple genellikle melek yatırımcıların şirket yönetimine katılımı danışma kurulu üyeliği şeklinde olmaktadır. BKY ile girişimci arasındaki ilişkiden söz açılmışken belirtelim ki, BKS Yönetmeliği m. 17/3 uyarınca BKY’ler aktardıkları sermaye karşılığında girişimciden borç doğurucu bir belge, ipotek veya rehin benzeri teminat alamayacağı gibi temlik ve temettü garantisi de taahhüt edemeyecektir. Aksi takdirde BKY lisansı iptal edilecek ve faydalandığı teşviği kaybedecektir. Ancak BKY ve girişimci esas sözleşmeye aykırı olmamak kaydıyla karşılıklı hak ve sorumluluklara ilişkin sözleşme yapmakta serbesttir. Uygulamada görüldüğü kadarıyla bu sözleşmeler kural haline gelmiştir. Burada vurgulanmaya değer olan husus ise birçok melek yatırımcının gerek gizlilik kaygıları gerekse de ticari kaygılarla bazı durumlarda “ticaret sicili gazetesinde yayımlanmadığı için gizli kalacak olan” pay sahipleri sözleşmesi vasıtasıyla esas sözleşmeden bulunmayan hükümler talep ettiğiidir.

Şirket kuruluşu yoluyla yapılan yatırımlarda şirket esas sözleşmesinin TTSG’de ilanı ile şirket kurulmuş, mevcut şirkete iştirak etmek suretiyle yapılan yatırımda ise ortaklığı gösterecek şekilde⁹² değişen esas sözleşmenin TTSG’de ilan edilmesiyle birlikte ortaklık tesis edilmiş sayılır (BKS Yönetmeliği m. 22). Hemen belirtelim ki, TK m. 335’in aksine şirket kuruluşunun TTSG ilanına bağlanmış

⁹² Yönetmeliğin uygulamadaki yaygınlığı sebebiyle “kısa yoldan sermaye artırımını” esas aldığı anlaşılmaktadır. Benzer şekilde, “ortaklığı gösterecek şekilde esas sözleşme değişikliği” aranması şartı, yönetmelik kapsamında mevcut şirkete iştirak sağlamak yoluyla yapılan yatırımların sadece sermaye artırımı şeklinde olabileceği sonucunu doğurmaktadır. Yönetmeliğin nihai amacının girişim şirketlerine yapılacak yatırımlar suretiyle girişim şirketinin mali yapısını güçlendirmek olduğu düşünülürse pay devri yerine sermaye artırımının esas alınmasının bilinçli bir tercih olduğu sonucuna varılabilir.

olması kanaatimizce TK m. 335'e getirilen bir istisna olamaz; zira BKS Yönetmeliği'yle kanun hükmü değiştirilemez. Dolayısıyla burada kastedilen, vergi teşviğinin uygulanması bakımından hangi anın esas alınacağı olmalıdır. Her iki yolda, yeni ortaklık yapısının pay defterine işlenmesiyle birlikte gerekli tüm bilgi ve belgelerin Hazine ve Maliye Bakanlığı'na gönderilmesi zorunludur. BKY'nin bakanlığa yaptığı başvurunun uygun görülmesini takip eden 3 ay içerisinde bu işlemlerin tamamlanması ve bahse konu esas sözleşme ilanının örneği ile iş planında aktarılacağı belirtilen iktisap bedeli tutarının girişim şirketi adına açılmış ortaklık banka hesabına aktarıldığını gösteren banka yetkilisi tarafından imzalanmış banka dekontunun akredite olmuş BKY ağırları üzerinden bakanlığa gönderilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde BKS Yönetmeliği m. 21/1 uyarınca başvuru iptal edilecektir. İktisap bedeline emisyon primi dahil olup bedelin nakdi olarak girişim şirketinin banka hesabına yatırılması gerekir⁹³.

Hangi yöntem benimsenirse benimsensin, yatırım yapılacak şirketin, BKS Yönetmeliği m. 26 uyarınca, belirli özellikleri taşıması gerekmektedir. Aksi takdirde hukuken BKY'nin şirkete yaptığı yatırım aşağıda açıkladığımız vergi teşviğinden faydalanamayacaktır.

Girişim şirketinin taşıması gereken bu şartlar öncelikle şirketin anonim şirket olması, belirli bir büyüklüğü aşmaması, kontrol altında olmaması, halka arz edilmiş olmaması ve belirli konularda faaliyet gösteriyor olmasıdır. Bu şartları daha yakından incelersek belirli bir büyüklüğü aşmamaktan kasıt (i) BKY'nin şirkete iştirak etmesinden önceki son iki mali yılda net satışların yıllık 5.000.000 TL'den fazla olmaması ve (ii) şirketin 50 veya daha az çalışanının olmasıdır. Kontrol altında olmamak açısından ise (i) hem gerçek anlamıyla başka bir şirketin kontrolünde olmamak hem de (ii) şirketin *BKY'nin kendisine, eşine, kendisinin veya eşinin altsoyu ve üstsoyu ile üçüncü derece dahil yansoy hısımlarına ve kayın hısımlarına idaresi, denetimi veya sermayesi bakımından doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunmaması ya da nüfuzu altında olmaması* ifade edilmektedir (BKS Yönetmeliği

⁹³ BKY Yönetmeliği m. 22/2 son cümleye göre; “Girişim şirketi hesabına nakdi olarak yatırılan hisse senedi iktisap bedellerinin hesaba giriş tarihinden itibaren en geç oniki ay içinde iş planında belirtilen şekilde harcanması ya da fiziki yatırıma dönüşmesi gerekir.”

m. 26). Son olarak hangi sektörlere izin verildiğinin ise BKY Yönetmeliği Ek-4'te yer aldığını belirterek sektörlere dipnotta yer vermekle yetinelim⁹⁴.

b. BKY Ortak Yatırımı

BKS Yönetmeliği m. 28 iki ve daha fazla BKY tarafından birlikte yatırım yapılması durumunu BKY ortak yatırımı olarak nitelemekte ve bu ortakların tamamına anonim şirket ortakları için getirilen hükümlerin uygulanacağını düzenlemektedir. İlk bakışta ortak yatırım ifadesini görünce neden anonim şirket hükümlerine bağlanmış, adi şirket hükümleri uygulanamaz mıydı veya böyle bir belirleme bu yönetmelikle yapılabilir miydi gibi sorular gündeme gelmektedir. Ancak anılan hükümle BKY ortak yatırımlarının bir çeşit ortaklık olarak

⁹⁴ Bu sektörler tarım, avcılık ve ormancılık; imalat sanayii; ulaştırma, haberleşme ve depolama hizmetleri; iş faaliyetleri; diğer toplumsal, sosyal ve kişisel hizmet faaliyetleri olmak üzere 5 başlık altında ele alınmıştır.

- 1- Tarım, avcılık ve ormancılık başlığındaki faaliyetler: bitkisel ürünlerin yetiştirilmesi, bostan, meyve ve sebze yetiştirilmesi (bu başlıkta adı geçen ürünlerin yalnızca sertifikalı tohumlarının veya fidanlarının üretimi ve destek kapsamındadır.)
- 2- İmalat sanayii başlığındaki faaliyetler: gıda ürünleri ve içecek (alkollü içecekler, şarap, bira ve malt hariç), tekstil ürünleri, giyim eşyası (kürk hariç), derinin tabaklanması, işlenmesi, bavul, el çantası, saraçlık, koşum takımı ve ayakkabı, ağaç ve mantar ürünleri imalatı (mobilya hariç), hasır ve buna benzer, örülerek yapılan maddelerin imalatı, kâğıt ve kâğıt ürünleri, kok fırını ürünleri, rafine edilmiş petrol ürünleri, kimyasal madde ve ürünlerin imalatı, plastik ve kauçuk ürünleri, metalik olmayan diğer mineral ürünlerin imalatı, ana metal sanayii, metal eşya sanayii (makine ve teçhizatı hariç), B.Y.S. ("başka yerde sınıflandırılmamış") makine ve teçhizat imalatı (harp araç ve gereçleri ile silah, mühimmat ve patlayıcı madde üretimi yatırımlarında; milli savunma bakanlığından tesis kuruluş izni, av malzemeleri, nişan tabancası, av bıçakları ve tekel dışı bırakılan patlayıcı maddeleri ve benzerlerinin imali yatırımlarında; içişleri bakanlığı'ndan kuruluş izni ve ses ve gaz fişegi atabilen silahların üretimi yatırımlarında; bilim sanayi ve teknoloji bakanlığı'ndan kuruluş ve ön izin belgesi alınması ön koşuldur.), büro, muhasebe ve bilgi işlem makineleri, b.y.s. elektrikli makine ve cihazların imalatı, radyo, televizyon, haberleşme teçhizatı ve cihazları tıbbi araç ve gereçler, ölçme, kontrol, test, seyrüsefer vb. amaçlı alet ve cihazların imalatı (optik aletler hariç), optik aletler ve fotoğrafçılık teçhizatı, saat, motorlu kara taşıtı, römork ve yarı-römork, diğer ulaşım araçlarının imalatı, mobilya imalatı, b.y.s. diğer imalat ve geri kazanım
- 3- Ulaştırma, haberleşme ve depolama hizmetleri başlığındaki faaliyetler: telekomünikasyon
- 4- İş faaliyetleri başlığındaki faaliyetler: bilgisayar yazılım danışmanlığı, program üretimi ve temini, veri işleme, veri tabanı faaliyetleri, bilgisayarlarla ilgili diğer faaliyetler, mühendislik ve fen bilimleri ile ilgili araştırma ve deneysel geliştirme faaliyetleri
- 5- Diğer toplumsal, sosyal ve kişisel hizmet faaliyetleri: kanalizasyon, çöp ve atıkların toplanması, hıfzısıhha ve benzeri hizmetler ile sinema ve video yapımı ve dağıtımı

kurgulandığı ve bu ortaklık kapsamındaki pay sahipliği ilişkilerinin anonim şirket hükümlerine tabi kılınmak istendiği anlaşılmaktadır.

Burada söz konusu olan birden fazla BKY'nin kendi arasında serbestçe bir lider seçmesi ve birlikte yatırım kararları alması olup BKY Ortak Yatırımlarının pratik sonucu bireysel yatırımlara uygulanan sınırlamaların ötesine geçebilmek ve yeni yatırımlara imkân tanımaktır. Buna göre, BKS Yönetmeliği m. 30'da belirtildiği üzere, *“BKY'ler, kendilerinin bireysel katılım yatırımları hariç, lisanslarının beş yıllık geçerlilik döneminde en fazla yirmi farklı anonim şirkete yaptıkları ortak yatırım için devlet desteği alabilir.”*⁹⁵

3. Tanımların İşlevi: Vergi Teşviki

a. Genel Olarak

Yukarıda çeşitli vesilelerle ifade ettiğimiz üzere, BKS Yönetmeliği'nin asıl amacı devlet desteği olarak isimlendirilen ve 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu'nun geçici 82. maddesinde yer alan vergi teşviğine ilişkin şartların düzenlenmesidir. Buna göre, BKS Yönetmeliği şartlarını sağlayan ve tam mükellef girişim şirketine ilişkin hisseleri en az 2 yıl⁹⁶ elinde tutan BKY, hisse tutarının %75'ini hisselerin iktisap edildiği dönemde⁹⁷ beyannameye konu kazanç ve iratlarından indirebilir. Şayet yapılan yatırım Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, TÜBİTAK veya KOSGEB tarafından belirlenen programlar kapsamında son beş yıldır destek gören bir şirkete iştirak şeklinde ise bu oran %100 olarak uygulanacaktır. Ancak her halde yıllık indirim tutarı 1.000.000 TL ile sınırlanmıştır. İşbu geçici madde 31.12.2027 tarihine kadar geçerli olarak düzenlenmiştir.

b. Şartları

(1) Bireysel Katılım Yatırımcısı

⁹⁵ “Bu sınırı aşan yatırımlar için devlet desteği sağlanmaz. Ortak yatırımlarda bulunan BKY'ler aynı anda en fazla beş yatırımda lider ortak olarak görev alabilir. BKY ortak yatırımlarında her bir girişim şirketine yapılacak azami yatırım tutarı yıllık bazda 2.000.000 TL olarak uygulanır.” Buna ek olarak her bir BKY için aşağıda açıklanacak olan asgari yatırım tutarları da geçerliliğini korumaktadır.

⁹⁶ Bu süre nakdi sermayenin ortaklık banka hesabına yatırıldığı tarihten itibaren işlemeye başlayacaktır. Bireysel Katılım Yatırımcısı İndirimi Hakkında Tebliğ (Seri No: 1)'de bu süre 730 gün olarak belirtilmiştir.

⁹⁷ Bireysel Katılım Yatırımcısı İndirimi Hakkında Tebliğ (Seri No: 1) uyarınca “Hisselerin iktisap edildiği döneme ilişkin beyannameye bildirilen kazanç ve iradın yetersiz olması nedeniyle indirilemeyen tutarlar, izleyen yıllarda Vergi Usul Kanununa göre ilgili yıllar için hesaplanan yeniden değerlendirme oranında artırılmak suretiyle indirim konusu yapılabilecektir.”

Bireysel Katılım Yatırımcısı İndirimi Hakkında Tebliğ (Seri No: 1), BKY'lerin dar mükellef olması halinde indirimden faydalanamayacağını düzenlemekte olup diğer şartlar bakımından Gelir Vergisi Kanunu ile BKS Yönetmeliği'nde bahsedilen şartları tekrar etmektedir. Buna göre, tam mükellef olan BKY'nin ayrıca BKY lisansına sahip olması, hisseleri 2 tam yıl elinde tutması, belirtilen alanlara yatırım yapması gerekmektedir.

(2) Girişim Şirketi

BKY ile benzer şekilde, yatırım yapılacak girişim şirketinin de dar mükellef olması halinde indirimden faydalanılması mümkün değildir. Buna ek olarak girişim şirketinin BKY tarafından getirilen sermayeyi iş planında belirtilen amaca uygun şekilde kullanması gerekmektedir; aksi bir durum ise BKS Yönetmeliği m. 11/1-(ç) uyarınca BKY'nin lisansının iptali sonucunu doğurabilecektir.

(3) Faaliyet

BKY'lerin indirimden faydalanabilmesi için yatırım yapılacak girişim şirketinin belirli alanlarda faaliyet göstermesi gerektiğini belirtmiştik. Buna ek olarak BKS Yönetmeliği m. 27'de yatırım yapılacak girişim şirketinin *“yasal olmayan veya şüpheli kaynaklardan elde edilmiş gelirlerle yürütülen veya genel ahlaka aykırı faaliyetlerde”*⁹⁸ bulunamayacağı düzenlenmiştir. Esasen hukuka aykırı hiçbir işlem TBK m. 27 kapsamında geçerli kabul edilmeyecektir. Ancak yapılan düzenlemenin “malumun ilamı” olmaktan öte bir boyutu bulunmaktadır; zira bu şekilde yapılacak bir yatırım ayrıca BKY'nin lisansının iptali sonucunu doğurmaktadır.

(4) Sınırlar

BKS Yönetmeliği yatırım sayısı, yatırım tutarları ve ortaklık payları bakımından birtakım sınırlamalar öngörmüştür. İlk olarak BKY'ler lisanslarının 5 yıllık döneminde en fazla 20 yatırım için teşvikten faydalanabilecektir. Bunun istisnası ise yukarıda BKY Ortak Yatırımı başlığında açıkladığımız ortak yatırımlardır. Yatırım tutarı bakımından sınır ise BKS Yönetmeliği m. 14'te tek bir

⁹⁸ Yine aynı maddeye göre *“Bu tür faaliyetler, mali kaçakçılıktan, silah ticaretinden, yasal olmayan yollardan elde edilen kazançlardan, kadın ticareti, organize suçlar, yolsuzluk gibi suç faaliyetlerinden ve genel ahlaka aykırı işlerden gelir elde edilmesini ifade eder.”*

girişim şirketine yapılacak yatırım bakımından (i) asgari olarak beher pay için emisyon primi dahil 20.000 TL ve (ii) azami olarak yıllık bazda 1.000.000 TL olarak öngörülmüştür. Azami sınır BKY Ortak Yatırımları için 2.000.000 TL olarak uygulanır.

Diğer bir sınırlama ise BKY'lerin yatırım yaptığı girişim şirketinin kontrolünü ele geçirememesine ilişkindir. BKS Yönetmeliği m. 18 uyarınca BKY veya BKY ortaklıkları hâkim ortak olamayacağı gibi doğrudan veya dolaylı olarak şirketi kontrol edemez⁹⁹. Buna karşılık BKY'ler yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanıyan imtiyazlar veya önem arz eden konular için veto hakkı elde edebilir; yeter ki yönetim kurulu üyelerinin %50'sinden fazlasını atama yasağı veya oy hakkının %50'sinden fazlasının elde edilememesi gibi bu maddede öngörülen şartlara riayet edilsin (BKS Yönetmeliği m. 18). Bu sınırlamalara uyulmadığı takdirde, BKY için lisans iptali müeyyidesi gündeme gelecektir.

(5)2 Yıl Elde Tutma

Yukarıda yeri geldikçe ifade ettiğimiz üzere, BKY'nin teşvikten faydalanabilmesi için nakdi sermayeyi girişim şirketi banka hesabına yatırdığı tarihten itibaren 2 yıl boyunca şirket hisselerini elinde tutması gerekmektedir. TK anlamında nakdi sermaye taahhüdü zorunluluğu bulunmamakla birlikte, teşvikten yararlanabilmek bakımından sermayenin nakdi olması gerekmekte ve taahhüt yeterli olmayıp bedelin tamamen¹⁰⁰ banka hesabına yatırılması gerekmektedir. Aksi takdirde, 2 yıllık süre işlemeye başlamayacaktır. 2 yıllık süre Bireysel Katılım Yatırımcısı İndirimi Hakkında Tebliğ (Seri No: 1)'de 730 gün olarak ele alınmıştır.

Söz konusu banka hesabı ise BKS Yönetmeliği m. 25'te detaylı olarak tarif edilen ve girişim şirketleri hisse bedellerine münhasır olarak açılan ticari banka hesabını ifade etmektedir. Bu banka hesabı girişim şirketinin yönetiminde olan,

⁹⁹ Esasen BKY'lerin "kontrolü" ele geçiremeyeceği ifadesi yeterli olmakla birlikte düzenlemede ayrıca bazı kontrol biçimleri de sayılmıştır: *"BKY'ler tek başlarına veya birlikte veya eşi ya da kendisinin veya eşinin altsoyu ve üstsoyu ile üçüncü derece dahil yansoy hısımları ve kayın hısımları ile birlikte doğrudan veya dolaylı olarak sermayeyi temsil eden payların ve payların temsil ettiği toplam oy hakkının %50'sinden fazlasına sahip olamaz ve yönetim kurulu üyelerinin %50'sinden fazlasını atayamaz."*

¹⁰⁰ BKS Yönetmeliği m. 4/1, iki yıllık sürenin başlaması ve vergi desteğinden yararlanabilmesi için "ilgili taahhüt tutarının" nakit olarak ortalık banka hesabına yatırılmasını aramaktadır. Söz konusu ifadedden bedelin TK m. 344'de aranan asgari %25 ödemenin BKS Yönetmeliği bakımından yeterli olmayacağı, yönetmeliğin taahhüt edilen bedelin tamamen ödenmesini aradığı anlaşılmaktadır.

ancak BKY tarafından belirlenecek belirli bir tutarın üzerindeki harcamalar konusunda müşterek imza gerektiren bir hesap niteliğindedir. Bu hesabın, münhasıran, girişim şirketi tarafından iş planında¹⁰¹ belirtilen faaliyetlerin finansmanında kullanılması zorunludur.

c. Usul

Lisans başvurusu gerekli belgelerle¹⁰² birlikte Hazine ve Maliye Bakanlığı'na yetkilendirilmiş bir BKY ağı aracılığıyla yapılmalıdır. BKY ağları girişimciler ile yatırımcıların biraraya gelmesine aracılık eden ve TK veya TMK uyarınca kurulan tüzel kişiliği haiz yapılardır. Buradan hareketle BKY ağlarının ticaret şirketi veya dernek ya da vakıf olarak örgütlenebileceği sonucuna ulaşılabilir.

Lisanslı BKY'ler girişim şirketine yatırım yapmadan önce ise yine Hazine ve Maliye Bakanlığı'na gerekli belgeleri¹⁰³ hazırlayarak BKY ağı aracılığıyla başvuruda bulunur. Yapılan başvuru uygun görüldüğü takdirde 3 ay içerisinde esas sözleşmeyi içeren sicil gazetesi örneği ile iş planında aktarılacağı belirtilen iktisap bedeli tutarının girişim şirketi adına açılmış ortaklık banka hesabına aktarıldığını gösteren banka yetkilisi tarafından imzalanmış banka dekontunun BKY ağları aracılığıyla bakanlığa iletilmesi gerekmekte olup takiben bir ay içerisinde bakanlık tarafından ilgili vergi dairesinde BKY'nin teşvikten faydalanması için gerekli işlemler başlatılacaktır.

Esas sözleşmeden söz etmişken esas sözleşme düzenlenmesi aşamasında (düzenlenen esas sözleşme taslağı nihai hale gelmeden önce), mevzuata aykırılık

¹⁰¹ İş planı, BKY'nin yatırım planını gösteren beyan olup BKS Yönetmeliği EK-3'te düzenlenen forma uygun olarak hazırlanmalıdır. Değişiklik olması halinde en geç 1 ay içerisinde güncel iş planı Hazine ve Maliye Bakanlığı'na gönderilmelidir.

¹⁰² BKS Yönetmeliği'nin 7. maddesinde detaylı olarak yer almaktadır.

¹⁰³ BKS Yönetmeliği'nin 21. maddesinde sayılan bu belgeler: iş planı, girişim şirketinin faaliyet konusu, ortaklık yapısı, kayıtlı ve ödenmiş sermayesi ile mevcut ortaklarını ve diğer hususları içeren esas sözleşme taslağı, Girişim şirketi ortaklarının kimlik bilgileri ve özgeçmiş, BKY'nin ortaklık kurduğu girişimcilerle Gelir Vergisi Kanunu geçici 82 nci maddesine aykırılık teşkil edebilecek akrabalık bağları bulunmadığını ve girişim şirketiyle hakim ortaklık ilişkisinin olmadığını belirten taahhütname, girişim şirketi ortaklarının 1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararnamenin 253 üncü maddesi kapsamındaki düzenlemelere uyacaklarını belirten taahhütname, Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu ile Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı tarafından belirlenen araştırma, geliştirme ve yenilikçilik programları kapsamında projesi son beş yıl içinde desteklenmiş bir girişim şirketine yatırım yapılması halinde %100 vergi desteğinden yararlanılması için ilgili kurumdan alınmış durumu tevsik eden belgeden ibarettir.

olup olmadığı kontrolü için BKS Yönetmeliği m. 17 uyarınca mezkûr bakanlığa teslim edilmesi gerektiğini yukarıda detaylıca açıkladığımız üzere yatırım yapılmasına ilişkin (girişim şirketi kurulması veya mevcut girişim şirketine ortak olunması suretiyle) bilgi ve belgelerin bakanlığa ulaştırılması gerektiğini belirtelim.

d. Şartların İhlali

Bireysel Katılım Yatırımcısı İndirimi Hakkında Tebliğ (Seri No:1) uyarınca hisseleri 2 sene elde tutma¹⁰⁴, izin verilen sektörler dışında faaliyet gösterilmesi, paylara ilişkin yukarıda bahsettiğimiz şartlara uyulmaması, yatırım yapılan girişim şirketlerinin beyan ettiği faaliyetlerde bulunmaması, BKY'lerin doğrudan veya dolaylı olarak hâkim ortak olduğunun tespit edilmesi, *bireysel katılım yatırımcısının; eşinin, kendisinin veya eşinin veya kendisinin altsoyu ve üstsoyu ile üçüncü derece dahil yansoy hısımları ve kayın hısımlarına idaresi, denetimi veya sermayesi bakımından doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunan ya da bu kimselerin nüfuzu altında bulunan girişim şirketlerine iştirak ettiğinin tespit edilmiş olması* veya herhangi bir suretle BKS Yönetmeliği'ne aykırılık bulunması halinde vergi teşviği geçerliliğini kaybedecek ve dolayısıyla indirim sebebiyle tahakkuk edemeyen vergiler bakımından vergi ziyayı doğmuş sayılacaktır¹⁰⁵.

F. Kitle Fonlaması

1. Genel Olarak

Kitle fonlaması, internet teknolojisinin girişimciler için sunduğu faydalardan biri olarak girişimcilere finansman sağlanması konusunda büyük kolaylık getiren ve girişimcilerin finansman arayışında karşılaştığı sorunların en azından bir kısmına çözüm olmayı hedefleyen bir sistemdir. Nitekim kitle fonlaması girişimcilere düşük

¹⁰⁴ Tebliğde bu şarta uyulamamasının mücbir sebepten kaynaklanması halinde bildirim yapmak suretiyle vergi ziyayı sonucundan kurtulunabileceği belirtilmiştir. Buna göre mücbir sebep olarak anılan haller kast olmaksızın şirketin iflası ve yatırımcının ölümü veya fiil ehliyetini kaybetmesidir. İflas durumunda başvurunun kabul edilmesi halinde vergi ziyayı cezası ödenmeyeceği gibi gecikme faizi de uygulanmayacaktır. Buna karşılık yatırımcının ölmesi halinde esasen hisseleri 2 yıl elde tutma yükümlülüğü külli halef olan mirasçılara geçmektedir. Ancak mirasçılar bu yükümlülüğü yerine getirmediği takdirde vergi ziyayı cezası ile karşılaşmayacak sadece vergi aslı ve gecikme faizi talebine muhatap olacaktır. Benzer şekilde yatırımcının fiil ehliyetini kaybetmesi halinde de vergi ziyayı cezası değil, sadece vergi aslı ve gecikme faizi gündeme gelecektir.

¹⁰⁵ İndirim şartlarının ihlal edilmesi nedeniyle zamanında alınamayan vergiler ile vergi cezalarında zamanaşımı, verginin tarihini veya cezanın kesilmesini gerektiren durumun doğduğu tarihi takip eden takvim yılının başından itibaren başlar.

maliyetli finansman sağlama aracı olarak anılmaktadır¹⁰⁶. Henüz yeterli mali güce ulaşmamış ve maliyetleri düşük tutmayı hedefleyen, teminat göstermekte zorlanacak, değerlendirme yapılması oldukça güç girişim şirketleri bakımından yukarıda tanıttığımız melek yatırımcılar, GSYO veya GSYF’ler birer çözüm olmakla birlikte, bu yatırımcılar dahi belirli bir aşamayı geçmiş projelere yatırım yapmak eğiliminde olduğundan kitle fonlaması bu noktada girişimciye çok daha erken bir aşama için ayrıca fırsat sağlamaktadır¹⁰⁷. Ancak bu durum bu nitelikteki projeler bakımından kitle fonlamasının anılan çözümlere tamamen alternatif olduğu şeklinde yorumlanmamalıdır; zira kitle fonlaması birçok proje için bu aşamalardan önceki ilk adım olarak da uygulanabilir¹⁰⁸. Aşağıda kısaca açıklayacağımız üzere girişimci, girişim şirketinin kuruluşu için gerekli asgari sermayeyi dahi kitle fonlaması aracılığıyla yatırımcılardan finanse edebilir ve neredeyse hiçbir masraf yapmadan fikrini hayata geçirmek için gerekli ilerlemeyi kat edebilir. Buna ek olarak kitle fonlaması finansman işlevi haricinde, girişimciye ürünlerin ön satışı vb. yollar ile talep ölçümü Ve pazar analizi yapma imkânı tanıyarak olası risklerin azaltılmasına ve dolaylı bir reklam faaliyetine aracılık eder¹⁰⁹.

Kitle fonlaması, girişimciye platformlar aracılığıyla yatırımcılara ulaşma imkânı sağlayan ve yatırımcıların küçük miktarlarda olması muhtemel fonlarını

¹⁰⁶ Veliye Yanlı, “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 36, S: 1, s. 31-54, s. 32; Ayrıca kitle fonlamasının teminatsız banka kredilerine bir alternatif olarak çıktığı yönünde bkz. Çağlar Manavgat, “Halka Açık Anonim Ortaklıklar Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması”, **Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 765-786, s. 767; Talebin ölçülmesi, sosyal ağların genişlemesi, coğrafi sınırların kalkması gibi diğer faydaları hakkında bkz. Sinemis Zengin, Serhat Yüksel, Mustafa Tefvik Kartal, “Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye’ye Faydaları”, **Bankacılık ve Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi**, C. 1, S. 2, 2017, s. 22-32, s. 28 vd.

¹⁰⁷ Benzer yönde bkz. Manavgat, **Kitle Fonlaması**, s. 775 ve s. 781; Ayrıca kitle fonlamasının yatırımcılar bakımından coğrafi sınırları kaldırarak daha elverişli bir ortam yarattığı yönünde bkz. Zengin, Yüksel, Kartal, **Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye’ye Faydaları**, s. 28 vd.; Aslı Özer, **Kitle Fonlaması**, (Çevrimiçi), İstanbul, 2020, <https://tez.yok.gov.tr/>, SET 07.01.2022, s. 19; Coğrafi sınırların kalkmasına rağmen girişimcilik kültürünün farklı gelişimi sebebiyle ülkeler arası eşit bir dağılım olmadığı yönünde karşı. Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 8; Bunun haricinde belirtmek gerekir ki, tüm bu alternatif finansman yöntemlerine ihtiyacın temelinde klasik finansman yöntemleri açısından bankaların girişim şirketlerini güvenli bulmaması yatmaktadır. Benzer yönde açıklamalar için bkz. Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 4 ve s. 7 vd.; **Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması**, (Çevrimiçi), İstanbul, 2020, <https://tez.yok.gov.tr/>, SET 07.01.2022, s. 9 vd.

¹⁰⁸ Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, s. 10.

¹⁰⁹ Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 24.

birleştirek¹¹⁰ amaca elverişli bir kaynağa ulaşmasına olanak sağlayan bir finansman metodudur. Kitle Fonlaması Tebliği m. 4/1-(m) ise “*projenin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın platformlar aracılığıyla halktan para toplanması*” tanımını yapmaktadır.

Platformlar aracılığıyla elektronik ortamda yatırımcıların kitleler halinde yatırım yapmasına imkân tanıyan kitle fonlaması esasen şartları olduğu takdirde nitelik itibarıyla halka arz teşkil etmektedir¹¹¹. Ancak SerPK bu konuda özel hüküm öngörmüş ve kitle fonlaması faaliyetinin halka arz olarak değerlendirilemeyeceğini düzenlemiştir¹¹². İşte bu bakımdan kitle fonlamasını tercih eden girişimcilerin halka açık anonim ortaklık ve halka arz hükümlerinin uygulanması noktasında kapsam dışı bırakılması ile bu finansman metodunun kaynağa nispeten ucuz ve kolay şekilde ulaşım sağlayan bir yol olduğu kabul edilmektedir¹¹³.

Kitle fonlaması çeşitli şekillerde görülebilir. Türk hukuku açısından SerPK’da anılan ve SPK nezdinde düzenlemeye konu edilen kitle fonlaması türleri paya dayalı ve borca dayalı kitle fonlamasıdır. Buna mukabil karşılıksız, ödül amaçlı veya girişimcinin çıkaracağı ürünü alma noktasında avantaj sağlayan türleri bulunmakta olduğu gibi temel bir ayırım olarak sermaye sağlayan veya ödünç verme nitelikli olan kitle fonlaması ayırımı da bulunmaktadır¹¹⁴. Biz ise çalışma kapsamını aşmamak adına sadece mevzuatımızda yer alan paya dayalı ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması hakkında biraz daha detaylı inceleme yapmayı tercih ediyoruz. Ancak belirtelim ki, bağış ve ödüle dayalı kitle fonlaması türlerinde bir sermaye piyasası

¹¹⁰ “Sonuçta, yatırımcılar tek başlarına kayda değer bir etki yaratamayacak olan küçük tutardaki fonlarını birleştirerek, bir girişimcinin amacını gerçekleştirmesine olanak sağlamış ve bunun karşılığında da, girişimcinin kazancına katılma imkanını elde etmiş olacaktır.” ifadesi için bkz. Yanlı, **Kitle Fonlaması**, s. 33; Benzer yönde bkz. Manavgat, **Kitle Fonlaması**, s. 766.

¹¹¹ Yanlı, **Kitle Fonlaması**, s. 37; Bkz. ve karşı. Manavgat, **Kitle Fonlaması**, s. 785.

¹¹² SerPK m. 3 kapsamında halka arz ve ihraççı tanımında “*kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç*” ifadesine yer verilmektedir. Benzer şekilde, SerPK m. 16/1 uyarınca kural olarak pay sahibi sayısı beş yüzü aşan anonim ortaklıklar halka açık sayılmakla birlikte “*kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç*” tutulmuştur. Yine her ne kadar Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/18 kapsamında fonlanan şirket paylarının SPK tarafından uygun görülecek esaslarla borsada işlem görmesine izin verilmişse de bu hususun da fonlanan şirkete halka açık anonim ortaklık sıfatı kazandırmayacağı yönünde bkz. Yanlı, **Kitle Fonlaması**, s. 38.

¹¹³ Yanlı, **Kitle Fonlaması**, s. 33; Manavgat, **Kitle Fonlaması**, s. 775 ve s. 785; Benzer yönde bkz. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, s. 10.

¹¹⁴ Kitle fonlaması türleri için bkz. Yanlı, **Kitle Fonlaması**, s. 33 vd.; Manavgat, **Kitle Fonlaması**, s. 771 vd.; Zengin, Yüksel, Kartal, **Kitle Fonlaması**, s. 23 ve s. 26 vd.; Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 74 vd.

aracı kullanılmamakta olduğundan SPK tarafından bu yapılara ilişkin bir düzenleme olmaması anılan faaliyetlere engel teşkil etmemektedir¹¹⁵. Nitekim Kitle Fonlaması Tebliği m. 2’de ödül veya bağışa dayalı kitle fonlaması faaliyetlerinin tebliğ kapsamında olmadığı açıkça ifade edilmiştir.

Bu noktada ödüle dayalı kitle fonlaması bakımından kısa bir tartışmaya yer vermek isabetli olacaktır. Şöyle ki, söz konusu ödül, niteliği itibariyle, SPK tarafından SerPK’nda yer alan “yatırım sözleşmesi” kavramının kapsamına girdiği takdirde sermaye piyasası aracı olarak kabul görecektir ve bu durumda somut olay şartlarına göre usulsüz halka arz tartışmaları gündeme gelebilecektir¹¹⁶.

Kitle fonlaması faaliyetlerinin ortaklığa veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması olarak yapılabileceğini belirten SerPK m. 35/A/1, c. 2 hükmü, SPK tarafından çıkarılan Kitle Fonlaması Tebliği’ne paya dayalı kitle fonlaması ve borçlanmaya dayalı kitle fonlaması ayrımı olarak yansımıştır.

2. Kitle Fonlaması Platformları¹¹⁷

Kitle fonlaması platformları, sermaye piyasası kurumlarının düzenlendiği SerPK’nun üçüncü kısmında yer alan SerPK m. 35/A’da düzenlenmiştir. Buna göre, kitle fonlaması platformları, her ne kadar sermaye piyasası kurumlarının liste usulü ile sayıldığı SerPK m. 35’te yer almasa da takip eden ve SerPK üçüncü kısmında özel olarak düzenlenen SerPK m. 35/A hükmü ile bir sermaye piyasası kurumu olarak düzenlenmiştir. Ancak yine aynı maddenin dördüncü fıkrası kapsamında kitle fonlaması faaliyetlerinin SerPK m. 37 ve 38 anlamında yatırım hizmeti ve faaliyeti teşkil etmeyeceği belirtilmiş olup bu faaliyetlerin SerPK’nun borsalar, piyasa işleticileri ve diğer pazar yerlerine ilişkin hükümlerine tabi olmadığı ifade edilmiştir. Buradan hareketle kitle fonlaması platformlarının SPK tarafından tesis edilen Kitle

¹¹⁵ Bkz. ve Karş. Manavgat, **Kitle Fonlaması**, s. 774 ve Karş. **a.e.**, s. 780.

¹¹⁶ Detaylı bilgi için bkz. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, s. 44 vd.; Bu tartışma haricinde sermaye piyasası aracı değerlendirmesi olmadığı müddetçe ödüle/bağışa dayalı kitle fonlaması faaliyetleri bakımından mevzuat eksikliğinin bir engel teşkil etmediği yönünde bkz. **a.e.**, s. 45.

¹¹⁷ Patreon veya Alibaba’ya ait Yulebao dünyaca ünlü kitle fonlaması platformları olup kapsamlı örnekler için bkz. Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 9 vd.; Ayrıca girişimci/girişim şirketi ve platform arasında imzalanacak sözleşmede yer alması gereken asgari unsurlar ilgili tebliğin dördüncü ekinde yer almaktadır. Bu unsurlar tarafları *tanıtıcı bilgiler, tarafları temsile yetkili kişiler, sözleşme tarihi ve geçerlilik süresi, sözleşme konusu ve amaç, projenin kapsamı ve amacı, varsa ek satış dahil hedeflenen fon tutarı, kampanya sürecinde uygulanacak prosedürler, çıkarılacak paylar ve bunların tahsisat ile dağıtım esasları, tarafların hak ve yükümlülükleri, ücret ve diğer menfaatler, bilgi verme ve sözleşme değişikliğine ilişkin esaslar, fesih ve uyuşmazlık çözümüne ilişkin yetki hükümleridir.*

Fonlaması Tebliği uyarınca şekillenmesi hedeflenen özel bir sermaye piyasası kurumu olduğu söylenebilir.

Kitle fonlaması platformları, SerPK m. 35/A düzenlemesinde “*kitle fonlamasına aracılık eden ve elektronik ortamda hizmet veren kuruluşlar*” olarak tanımlanmıştır. Buna göre projesine kaynak arayan girişimci¹¹⁸ fon toplama talebini elektronik ortam üzerinde faaliyet göstermekte olan platformlar aracılığıyla kamuya duyuracaktır. Bu süreç “kampanya” olarak isimlendirilmektedir. Kampanya kapsamında toplanan fon, fonlanan şirkete aktarımı veya duruma göre yatırımcıya iadesi gerçekleştirilene kadar “emanet yetkilisi”nde bloke edilmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/3).

Kitle Fonlaması Tebliği m. 5 uyarınca platform olarak faaliyet gösterebilmek için SPK’dan kuruluş¹¹⁹ ve faaliyet izni¹²⁰ alınması gerekmektedir. Platformların borca dayalı kitle fonlamasına mı yoksa paya dayalı kitle fonlamasına mı aracılık ettiği hususu internet sitesinde yayınlanır (Kitle Fonlaması Tebliği m. 5/11). Kurucular, ortaklar, yönetim kurulu üyeleri ve Kitle Fonlaması Tebliği m. 8/1 atfıyla önemli etkiye sahip¹²¹ tüzel kişi ortakların ortakları m. 6’da öngörülen şartları sağlamak zorundadır. Bu şartlar arasında finans sektöründeki aktörlerin regülasyonunda sıklıkla gözlemlenen mali güce ve belirli suçların işlenmemesine ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Ancak farklı ve önemli bir şart daha mevcuttur: Kitle Fonlaması Tebliği m. 6/3 uyarınca platformların en az bir yönetim kurulu üyesi yukarıda ana hatlarıyla açıkladığımız bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip

¹¹⁸ Kitle Fonlaması Tebliği m. 4/1-g girişimciyi “*projesine paya ve/veya borçlanmaya dayalı kitle fonlaması yoluyla kaynak arayan Türkiye’de yerleşik gerçek kişileri ve limited veya anonim şirket türündeki tüzel kişiler*” olarak tanımlamıştır. Bu tanım elbette Tebliğ’in uygulama alanı ile sınırlıdır.

¹¹⁹ Kitle Fonlaması Tebliği m. 5/1 uyarınca anonim ortaklık olma, tamamı nakden ödenmiş asgari 1.000.000 TL sermaye, payların tamamının nama yazılması, esas sözleşmede işletme konusunun münhasıran kitle fonlamasına aracılık olarak gösterilmesi, kurucuların gerekli şartları sağlaması ve yönetim kurulunun asgari 3 üyeden oluşması gerekmektedir.

¹²⁰ Kitle Fonlaması Tebliği m. 5/5 uyarınca kuruluş şartlarının korunması, ortak ve yönetim kurulu üyelerinin gerekli şartları sağlaması, yatırım komitesi oluşturulması, iç kontrol, risk yönetimi, muhasebe sistemi ve operasyon birimlerinin oluşturulması, SPK tarafından öngörülen gerekli bilgi sistemleri altyapısının kurulması, yeterli personel istihdamı, MKK ve emanet yetkilisi ile sözleşme imzalanması, MKK ile gerekli veri akışını sağlamaya elverişli altyapı oluşturulması, gerekli iletişim altyapısının kurulması, çıkar çatışmasına ilişkin politika şartlarının yerine getirilmesi gerekmektedir.

¹²¹ Kitle Fonlaması Tebliği m. 4/1-s uyarınca “*Sermaye veya oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %10 veya daha fazlasını temsil eden paylar ile bu oranın altında olsa dahi yönetim kurulunda temsil edilme hakkı veren imtiyazlı paylara sahip ortağı*” ifade etmektedir.

olmalıdır¹²². Kitle Fonlaması Tebliği m. 8/2 uyarınca “bir kişinin platform sermayesinin veya oy haklarının doğrudan veya dolaylı olarak %10’u veya daha fazlasını temsil eden payları edinmek suretiyle platform ortağı olması veya bir ortağa ait payların platform sermayesinin veya oy haklarının %10, %20 veya %50’sini aşması sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait payların yukarıdaki oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirleri” ile m. 8/3 uyarınca “yönetim kurulunda temsil” imtiyazı¹²³ veren pay devirleri SPK iznine tabi kılınmıştır. Aksi takdirde anılan hükmün son fıkrası gereğince yapılan devirler pay defterine kaydedilmeyecek ve hükümsüz olacaktır.

Kitle fonlaması platformları girişimciye (veya girişim şirketi veya fonlanan şirkete) yönelik danışmanlık hizmeti verebileceği gibi GSYF kurmak için faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve BKY ağlarına iştirak edebilir. Buna ek olarak her bir kampanyaya belirli miktarda¹²⁴ finansman sağlayabilir (KFT m. 11/1). Ancak sayılan bu faaliyetler haricinde, platformlar paya ve/veya borca dayalı kitle fonlaması faaliyeti kapsamını aşacak bir faaliyette bulunamaz¹²⁵. Girişimci bakımından önem taşıyan husus, platform hizmetlerinin maliyetinin iyi hesaplanmasıdır¹²⁶.

Kampanyanın platformun internet sitesinde yayımlanması ve yürütülebilmesi için girişimcinin “bilgi formu” adı altında bir formu platforma sunması ve bu formun platform nezdinde kurulu yatırımcı komitesi tarafından onaylanması gerekmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/7 ve m. 11/10). Bilgi formu onaylanan projeler platform nezdindeki kampanya sayfasında yayımlanır. Bu sayfada fonlanan şirkete ilişkin periyodik açıklamalar, bilgi formunu ve yatırımcının kararını etkileyebilecek hususlar, sektörel gelişmeler, kamu otoritesi kararları, fonlanan şirkete veya

¹²² Bu durumun istisnası ise aynı maddenin dördüncü fıkrasında kalkınma ve yatırım bankaları, katılım bankaları ve geniş yetkili aracı kurumlar bakımından öngörülmüştür.

¹²³ Ayrıca Kitle Fonlaması Tebliği m. 8/4 uyarınca “platformun yönetim kurulunda temsil edilme hakkı veren imtiyazlı paylarına sahip tüzel kişinin sermayesinde %10, %20 veya %50 oranlarının aşılması sonucunu doğuracak şekildeki ortaklık yapısı değişiklikleri” ile “platformların sermayesinin veya oy haklarının %10’undan fazlasına sahip tüzel kişilerin yönetim kurulunda temsil edilme imtiyazı veren paylarının” devri de SPK iznine tabidir.

¹²⁴ Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/1-c uyarınca bu tutar “her bir kampanya için hedeflenen fon miktarının azami %20’sine kadar olacak şekilde, kampanyalara toplamda özkaynaklarının azami %50’sine kadar”dır.

¹²⁵ Kitle Fonlaması Tebliği m. 12’de ise ayrıca özel olarak hangi faaliyetlerin gerçekleştirilemeyeceği belirtilmiştir. Sayılan yasak faaliyetlerden özellikle yurtdışında yerleşik kişilerin Türkiye’deki yerleşik kişiler tarafından fonlanmasına yönelik faaliyet gösterilemeyecek olması öne çıkmaktadır.

¹²⁶ Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 24.

yöneticilerine karşı açılan davalar veya benzer bilgiler yer almaktadır (Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/3). Platformların yükümlülüğü bilgi formunda yer alan bilgileri yayımlamakla sona ermemektedir; bilgi formunda yer alan hususlara aykırılık yaşanmaması amacıyla gerekli önlemleri almak da platformun yükümlülüğü kapsamındadır [Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/3-(d)]. Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/13'e göre *“platformlar her bir kampanya için hedeflenen ve toplanan fon tutarı, fon sağlayan yatırımcı sayısı ve kalan kampanya süresi hakkında platformun internet sitesinde anlık olarak bilgi verir.”*

Son olarak belirtelim ki, pay veya borçlanma araçları MKK nezdinde kayden oluşturulana kadar gerçekleştirilecek işlemleri yerine getirmek veya yatırım kuruluşu vasıtasıyla yerine getirilmesini sağlamak da Kitle Fonlaması Tebliği m. 11/3-(ç) uyarınca platformun yükümlülükleri arasındadır.

3. Paya Dayalı Kitle Fonlaması

Tebliğde yer alan kitle fonlaması türlerinden ilki paya dayalı kitle fonlamasıdır¹²⁷. Yatırımcının pay beklentisi karşılığında finansman sağladığı bu tür kitle fonlaması türleri arasında en az tercih edilen ve en yavaş olan tür olarak anılmaktadır¹²⁸.

Fon toplandıktan sonra elde edilen finansmanın fonlanan şirkete aktarılabilmesi için çeşitli ihtimallere gözetilerek belirli şartlar öngörülmüştür. Burada öncelikle girişim şirketinin türüne göre iki farklı ihtimal mevcuttur. Fonların aktarımından önce girişimci tarafından bir anonim şirket kurulmuş olması veya girişim şirketinin türü hali hazırda limited şirket ise söz konusu limited şirketin anonim şirkete dönüşümünün tamamlanması ve ilgili hususların ticaret siciline tescili gerekmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/1). Toplanan ve emanet yetkilisi

¹²⁷ ABD hukukuna göre paya dayalı kitle fonlamasının menkul kıymet sayıldığı ve bu sebeple SEC'e kayıt zorunluluğuna tabi olması gerektiği ancak kitle fonlamasının bu zorunluluktan istisna tutulduğu, sadece ilgili aracının (platform) SEC'e kayıt yaptırmasının yeterli olduğu yönünde bkz. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, s. 14.

¹²⁸ Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 3. Anılan eserde de belirtildiği üzere, bağış veya ödül temelli bir fonlama halinde yatırımcı pek de bir karşılık düşünmemektedir; borca dayalı kitle fonlamasında ise netice itibarıyla somut bir faiz getirisi olacaktır. Ancak paya dayalı kitle fonlamasında yatırımcı, girişimcinin geleceği ve payların potansiyel değeri hakkında daha detaylı incelemeye ihtiyaç duyacaktır. Bu noktada ayrıca bilgi formunda projenin sade ve şeffaf bir şekilde aktarılmasının potansiyel yatırımcıların güvenini kazanmak noktasında önemli olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 22; Bilgi formunun iktisadi yönü haricinde hukuken öneri olarak sayılıp sayılamayacağı hususunda ayrıca bkz. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, s. 127 vd.

tarafından bloke edilen fonun fonlanan şirkete aktarımı ancak bu şekilde mümkün olacaktır.

Fonların tamamının nakden ödenmesi (Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/2) ve fon karşılığı sermaye artırımının yapılması gerekmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/1, c. 1). Toplanan fonun karşılığında yatırımcıya verilecek olan pay ancak sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak paylardan olabilecektir; toplanan fonların karşılığı olarak girişim şirketinin mevcut paylarının devri mümkün değildir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/1, c. 2). Sermaye artırımını sonrası çıkarılacak olan payların bir imtiyaza sahip olup olmayacağı veya olacak ise hangi imtiyazlara sahip olacağı bilgi formunda belirtilir. Dolayısıyla payların imtiyazlı bir şekilde ihracı mümkündür. Buna karşılık, nitelikli yatırımcıya satılan paylar istisna olmak kaydıyla, ihraç edilen imtiyazlı paylar arasında imtiyaz farkının yaratılmasına Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/3 uyarınca izin verilmemiştir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/3).

Kural olarak nitelikli yatırımcı sıfatını haiz olmayan bir yatırımcı, kitle fonlaması kapsamında bir takvim yılında azami 50.000-TL yatırım yapabilmektedir. Öte yandan yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık gelirin %10'unun da azami sınır olarak kabul edilmesi mümkündür; yeter ki bu metod ile hesaplanacak sınır toplamda 200.000-TL'yi aşmasın (Kitle Fonlaması Tebliği m. 18/1). Yine nitelikli yatırımcı sıfatı bulunmayan gerçek kişilerin her bir proje özelinde yapabilecekleri yatırım da 20.000 TL ile sınırlanmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m. 18/2). Bu düzenlemeler ile yatırımcıların "kitle" haline gelmesi ve yukarıdaki açıklamalarımıza paralel şekilde çok sayıda yatırımcının biraraya gelmesiyle az miktardaki fonun girişimcinin ihtiyacını karşılayabileceği bir tutara ulaşması hedeflenmiştir. Burada yatırımcının ve sermaye piyasasının işleyişinin korunduğu söylenebilir. Bununla birlikte sistemin kısmen nitelikli yatırımcılara bağlı kılındığını da belirtmek gerekir. Şöyle ki, Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/5'te 1.000.000-TL'yi aşan bir fon toplama talebinde hedeflenen fonun en az %5'inin¹²⁹ nitelikli yatırımcılar tarafından sağlanması gerektiği düzenlenmiştir.

¹²⁹ Aynı maddenin devamında "Bu zorunluluk toplanan ek fon bakımından uygulanmaz. Bu fıkrafta belirtilen sınırların altında olmamak kaydıyla, girişim şirketi veya girişimci tarafından bilgi formunda belirtilmek kaydıyla nitelikli yatırımcılara tahsisat oranı belirlenebilir." ifadesi yer almaktadır.

Girişimci bakımından sınırlama ise on iki ay içerisinde en fazla iki kampanya yapabilecek olmasıdır (KFT m. 16/4, c. 1)¹³⁰. Fonlanan şirket cephesinde girişimci bakımından diğer bir sınırlama ise talep edilen fondan fazlasının toplanma ihtimaline ilişkindir. Talep edilen fonun ancak %20 fazlası toplanabilecek olup bilgi formunda açıklanma şartına bağlanmıştır (KFT m. 16/4, c. 2). Bilgi formunda açıklanma şartının uygulama açısından pratik önemi bulunmaktadır. Şöyle ki, yatırımcı toplanacak fon, varsa mevcut sermaye, çıkarılacak hisse senedi gibi unsurları göz önüne alarak kendisine düşecek payı hesaplamaya çalışacaktır. Çeşitli yatırımcılardan fazladan toplanacak fon ise gerçekte karşılaşılabilecek pay oranının daha düşük olmasına yol açacaktır. Bu sebeple bilgi formunda ek fon toplanabileceği hususunun yer alması halinde böyle bir durumla karşılaşan yatırımcı içinde bulunduğu durumu öngörebilecek ve sürpriz olarak değerlendiremeyecektir. Benzer bir mantık hemen aşağıda açıklayacağımız girişim şirketi tarafından yürütülecek kitle fonlaması süreçleri için de bulunmaktadır. Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/12'ye göre, *“şirketinin artırım öncesi sermaye tutarının nominal değerine, sermaye artırım suretiyle yatırımcılara verilecek pay tutarının nominal değerine ve beher payın satış fiyatına”* bilgi formunda yer verilmesi gerekmektedir.

Girişimci tarafında vurgulanması gereken en önemli hüküm ise pay devir yasağıdır. Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/7 uyarınca *“Girişimciler veya girişim şirketlerinin kampanya sürecinin başladığı tarihteki ortaklarından fonlanan şirkette önemli etkiye sahip olacaklar, kampanya sürecinin başladığı tarihi takip eden 3 yıl içinde miras, mirasın paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cebri icra nedenleriyle yapılacak devirler ile nitelikli yatırımcılara ya da kendi aralarında yapacakları devirler hariç olmak üzere, fonlanan şirketteki paylarını devredemezler”*¹³¹. Bu yasak hemen aşağıda açıklayacağımız kampanya süreciyle birlikte işlemeye başlayacaktır. Burada vurgulanması gereken diğer bir husus ise pay devir yasağının tüm ortaklara değil, sadece kampanya sürecinin başladığı tarihte ortak olan ve sonrasında fonlanan şirkette önemli etkiye sahip olacak olan ortaklara yönelik olduğudur.

¹³⁰ Aynı düzenleme uyarınca bu dönemde toplanabilecek fon tutarı SPK izahname yükümlülüğünden muaf tutulan ve SPK bülteni aracılığıyla ilan edilen ihraç sınırını aşamaz.

¹³¹ Anılan yasağın BK m. 27 anlamında emredici nitelik arz ettiği yönünde bkz. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, s. 60.

Kampanya sürecini zikretmişken sürecin nasıl işlediğine de kısaca yer vermek isabetli olacaktır. Süreç girişimci veya girişim şirketinin platforma fon toplama talebini yöneltmesiyle başlar (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/1, c. 1). Ancak kampanya süreci ile kampanya süresini birbirine karıştırmamak gerekir. Kampanya süresi azami 60 gün olup yatırım komitesi tarafından onaylanmış bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlandığı tarihte başlamaktadır (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/2, c. 1).

Paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin kampanya süreci tamamlanmadan aynı girişimci veya girişim şirketi başka bir paya veya borçlanmaya dayalı kampanya süreci başlatamaz (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/1, c. 2). Ancak bu durum aynı proje için paya dayalı kitle fonlaması devam ederken borçlanmaya dayalı bir kitle fonlaması sürecinin de yürütülmesine engel değildir. Belirtelim ki, bu durumda dahi birbirinden tamamen bağımsız yürütülen iki süreç olduğu düşünülmemelidir; zira iki fonlama sürecinin birlikte yürütüldüğü bu ihtimalde her iki sürecin kaderi birbirine bağlanmıştır. Buna göre hangi kampanya süreci olduğuna bakılmaksızın ikisinden birinde hedeflenen fon toplanamadığı takdirde diğeri de sona erecektir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/1, c. 3)¹³².

Kampanya sürecinin başarıyla sona ermesi halinde uygulanacak hükümler kampanya sürecinin girişimci veya girişim şirketi tarafından yürütülmesi olmak üzere iki ihtimal gözetilerek düzenlenmiştir. Esasen anonim ve limited şirketleri kapsamı sebebiyle tanım olarak birbiriyle büyük ölçüde örtüşüyor gibi gözükken girişimci ve girişim şirketi kavramlarının farkı burada ortaya çıkmaktadır¹³³. Buna

¹³² Bu durumda yatırımcıları ne beklemektedir? Bu soruya cevap olmak üzere Kitle Fonlaması Tebliği m. 20/8'e atıf yapılmıştır. Gönderme yapılan düzenlemeye göre, emanet yetkilisi tarafından belirlenen prosedüre göre ilgili platformun talebine bağlı olarak emanet yetkilisi yatırımcılara iade yapacaktır.

¹³³ Önemle belirtelim ki girişim şirketlerinin taşıması gereken nitelikler Kitle Fonlaması Tebliği m. 23'te düzenlenmiştir. Bu niteliklerin bir kısmı gerçek anlamıyla girişim şirketi (startup) kavramının doğası gereği bir kısmı ise kitle fonlamasının doğası ve ilgili tebliğin sistematigi gereği olması beklenen özellikler sayılmıştır. Örneğin halka açık bir şirket olmamak, teknoloji veya üretim faaliyeti göstermek, daha önce itfa edilmemiş borçlanma aracı bulunmaması şartları aranmaktadır. Yine girişim şirketinin doğası gereği belirli bir boyuta ulaşmamış olması gerekir. Bu husus da "30/12/2013 tarihli ve 28867 mükerrer sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Ortaklıkların Kanun Kapsamından Çıkarılması ve Paylarının Borsada İşlem Görmesi Zorunluluğuna İlişkin Esaslar Tebliği (II-16.1)'nin 8 inci maddesinde finansal tablo kalemleri için öngörülen eşikleri aşmamaları" şeklinde düzenlemeye konu olmuştur. **Buna ek olarak paya dayalı kitle fonlaması bakımından girişim şirketinin fonlanması talep edilen proje haricinde başka bir faaliyetinin olmaması ve şayet kampanya süreci sonrasında başka bir faaliyet hedefleniyorsa TK m. 421/3 nisaplarıyla karar alınması ve**

göre eğer kampanyayı yürüten anonim veya limited şirket yeni bir anonim şirket kurmak suretiyle fon toplayacak ise bu durumda girişimciye ilişkin hükümler uygulanacak ancak bir anonim şirket kendisi üzerinden (veya limited ise anonime dönüşerek) fon toplayacak ise bu durumda girişim şirketlerine ilişkin hükümler uygulanacaktır.

Buna göre süreç girişimci tarafından yürütüldüğü takdirde, Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7-a.1 uyarınca kampanya süresinin sona ermesinden itibaren doksan gün içinde bir anonim şirket kurulmalıdır. Bu şirket fonlanan şirket olarak adlandırılacak olup fonlanan şirketin kuruluşuyla birlikte emanet yetkilisinde platform adına bloke edilen fon artık fonlanan şirketin emanet yetkilisi nezdindeki bloke hesabına aktarılacaktır. Toplanan fon tutarı kadar sermaye artırımı yapılması¹³⁴ ve bu yolla fonun fonlanan şirket sermayesine aktarılması gerekmektedir. Aşağıda girişimcilerin şirket kurarken karşılaştığı zorluklardan biri olarak bahsettiğimiz asgari kuruluş sermayesine ilişkin bir kolaylığın kitle fonlaması için öngörüldüğünü görmekteyiz. Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7-a.2 uyarınca toplanan ve bloke hesapta korunan fonun gerçek kişi girişimciler lehine asgari kuruluş sermayesi olarak şirkete aktarılması mümkündür¹³⁵. Projeye ait bir malvarlığı unsuru var ise bu aynı sermaye olarak fonlanan şirkete aktarılabilir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7-a.3); aksi takdirde anılan malvarlığı unsurunun kuruluşu takiben en geç 30 işgünü içerisinde fonlanan şirkete aktarılması gerekmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7-a.5)¹³⁶. Burada proje malvarlığı unsurunun aynı sermaye olarak konulması konusunda bir zorunluluk öngörülmemesini isabetli buluyoruz. Zira aşağıda belirteceğimiz üzere uygulamada girişimcilerin karşılaştığı en önemli sorunlardan birisi de aynı sermaye artırımı noktasında henüz yolun başında olan girişimciler için değerlemede yaşanan

bu konuda esas sözleşme hükmü bulunması gerekmektedir. Son olarak alacak ve borç dengesine ilişkin çeşitli oranlar öngörülmüştür. (Kitle Fonlaması Tebliği m. 23/4 ç ve d bendi)

¹³⁴ En geç kuruluş işleminin ticaret siciline tescilini takip eden otuz iş günü içinde yapılmalıdır.

¹³⁵ Madde metnine göre “*Bu halde yatırımcılara fonlanan şirketin paylarının verilmesini teminen sermaye artırımının, kuruluş işlemlerinin tamamlanmasını müteakip en geç 2 iş günü içinde TTK’nın 416 ncı maddesi uyarınca yapılacak çağrısız genel kurulda alınacak karar ile tamamlanması ve bilgi formunda bu duruma ilişkin bilgiye açıkça yer verilmesi zorunludur. Bu alt bent kapsamındaki işlemler nedeniyle yatırımcıların uğrayacağı zararlardan platform ve girişimci müteselsilen sorumludur.*”

¹³⁶ Buradaki sınır ise “*yatırımcıların herhangi bir zarara uğratılmaması ve devir bedelinin fonlanan şirketin sermayesinin binde birini aşmaması*” olarak öngörülmüştür.

sorunlardır. İlgili malvarlığı unsurlarının sermaye olarak konulmanın yanı sıra devir yoluyla da şirkete aktarılmasının düzenlenmesi bu bakımdan olumludur.

Girişim şirketi tarafından yürütülen kampanyalarda ise yeni bir şirket kurulumu aşaması bulunmadığı için görece daha az karmaşık bir prosedür uygulanmaktadır. Girişim şirketi anonim şirket ise kampanyanın sona ermesini takip eden 30 iş günü içerisinde sermaye artırımını yapacak; limited şirket ise kampanyanın sona ermesini takip eden 90 gün içerisinde anonim şirkete dönüşecek ve dönüşüm işlemlerinin tamamlanmasını takip eden 30 iş günü içerisinde toplanan fon tutarı kadar sermaye artımı yapacaktır (Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7-b.1, 2). Yukarıda anlatılan süreç dikkat edileceği üzere sermaye artırımıyla, diğer bir deyişle yatırımcılara yönelik pay ihracı ile devam etmektedir.

Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/9 uyarınca yukarıda yer alan yükümlülükler süresinde gerçekleştirilmediği takdirde, ilgili sürelerin bitimini takip eden iş günü içerisinde emanet yetkilisi bloke ettiği fonu yatırımcılara iade eder.

Son olarak paya dayalı kitle fonlaması bakımından uygulamada karşılaşılan bir soruna daha dikkat çekmek gerekmektedir. Kitle fonlaması sonucu başarılı olan ve “kitleye” ulaşarak yüzlerce yatırımcıdan yatırım alan bir şirket için mevcut pay sahipliği yapısı incelendiğinde yüzlerce kişiden oluşabilen bir pay sahibi yapısı söz konusu olabilmektedir. Bu durum ise kurumsal yatırımcıların “çok fazla ortaktan oluşan bir şirket yapısı” görmesi sebebiyle çekingen davranmasına yol açmaktadır. Elbette, bu durumun sebebi açıklanabilmektedir; ancak yine de anılan soru ilgisi “pamuk ipliğine” bağlı olabilen kurumsal yatırımcıların dikkatini dağıtabilmekte ve ayrıca fazladan evrak işlerine sebep olarak girişim şirketlerini yıpratabilmektedir.

4. Borçlanmaya Dayalı Kitle Fonlaması

Borçlanmaya dayalı kitle fonlaması, “kitle fonlaması borçlanma aracı” karşılığında platformlar aracılığıyla halktan para toplanmasını ifade etmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 4/1-b). Kitle fonlaması borçlanma aracı ise Kitle Fonlaması Tebliği m. 4/1-(n)’de “*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.

Burada akla ilk gelen husus faiz ve benzeri menfaatlerin de gündeme gelmesi sebebiyle bankacılık mevzuatının uygulama alanı bulup bulamayacağı sorusudur. SerPK m. 35/A, f.1, c.3'te borçlanmaya dayalı kitle fonlaması faaliyetlerine bankacılık mevzuatının uygulanmayacağı belirtilmiştir. Benzer şekilde 5411 sayılı Bankacılık Kanunu m. 60/8 kapsamında sermaye piyasası araçları yoluyla fon toplanmasının Bankacılık Kanunu kapsamı dışında olduğu belirtilmektedir¹³⁷. Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/1 hükmü ile borçlanmaya dayalı kitle fonlamasının sadece borçlanma aracı satışıyla yapılabileceği vurgulanmıştır. Bu noktada belirtelim ki, genel itibariyle anılan borçlanma araçlarının bankalara kıyasla daha yüksek bir faiz getirisi sunduğu ifade edilmektedir¹³⁸.

Borçlanmaya dayalı kitle fonlamasında da bilgi formu rol oynamakta olup faiz ve benzeri getirilerin bilgi formunda yer alması gerekmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/3). Faiz oranı, en yakın vadeli devlet iç borçlanma senetlerinin¹³⁹ kampanya süresinin başladığı tarihten bir gün önceki faiz oranlarının ağırlıklı ortalamasının %50 fazlası ile sınırlanmıştır. Vade ise azami 5 yıl olabilmektedir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/5)¹⁴⁰.

Aynı anda yürütülebilecek borçlanmaya dayalı kampanya sayısı on iki aylık dönem için iki adetle sınırlanmıştır (Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/6, c. 1). Toplanabilecek fon bakımından ise iki ayrı sınır öngörülmüştür. İlk sınır paya dayalı kitle fonlamasında olduğu gibi izahname yükümlülüğünden muafiyet için öngörülen sınır iken (Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/6, c. 1), ikinci sınır *“finansmanı talep edilen projenin kredibilite raporunda yer verilen geleceğe yönelik nakit akımlarının,*

¹³⁷ Detaylı açıklamalar için ayrıca karş. Manavgat, **Kitle Fonlaması**, s. 780 vd.

¹³⁸ Özer, **Kitle Fonlaması**, s. 28.

¹³⁹ Birisinin vadesinin daha kısa, diğerinin vadesinin ise daha uzun olması şartıyla

¹⁴⁰ Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/5 uyarınca;

“Borçlanma araçlarına ilişkin geri ödeme yükümlülükleri vade tarihinde tek seferde yerine getirilemez. Borçlanma araçlarından;

a) Vadesi bir yıldan iki yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son üç ay içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %15'i,

b) Vadesi iki yıldan üç yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son altı ay içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %25'i,

c) Vadesi üç yıldan dört yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son bir yıl içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %30'u,

ç) Vadesi dört yıldan beş yıla kadar olanların vade tarihinden önceki son bir yıl içinde geri ödeme yükümlülüklerinin en fazla %25'i yapılabilir.”

kredibilite raporunun imzalandığı tarihteki indirgenmiş değerinin %50'si'nin aşılamayacak olmasıdır (Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/6, c. 2).

Yine paya dayalı kitle fonlamasına benzer şekilde, kampanya sürecinin başladığı tarihteki ortaklardan, fonlanan şirkette önemli etkiye sahip olacak ortaklar borçlanma araçlarından doğan tüm borçlar itfa edilene kadar pay devir yasağına tabidir (Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/9). Yatırımcı bakımından getirilen sınırlamalar için de paya dayalı kitle fonlamasına benzerlik bulunduğu söylenebilir. Buna göre nitelikli olmayan yatırımcılar için bir takvim yılında azami 50.000-TL (Kitle Fonlaması Tebliği m. 18/1, c. 1)¹⁴¹ ve proje başına azami 20.000-TL (Kitle Fonlaması Tebliği m. 18/2) sınır bulunmaktadır.

Geri ödemenin nakden olması kuraldır. Ancak Kitle Fonlaması Tebliği m. 19/13 hükmü ile bilgi formunda belirtmek ve yatırımcının onayını almak şartıyla şirketten pay verilmesi veya başka şekilde geri ödeme yapılması mümkündür. Kampanya süreci de büyük ölçüde paya dayalı kitle fonlamasına benzerlik taşıdığından çalışmamızın hacmini de gözeterek ayrıca açıklamaya yer vermemeyi tercih ediyoruz.

G. Kripto Varlık İlk Arzı

1. Genel Olarak

Kripto varlıklar, blokzincir üzerinde üretilen bir takım şifreli (kriptografik) verilerden ibaret olup herhangi bir hak, yetki veya varlığı temsil edebilen ve blokzincir üzerinde saklanan ve işleme konu edilebilen sanal varlıklardır¹⁴². Blokzincir ise verilerin, örneğin kripto varlıklara ilişkin kriptografik verilerin, yer aldığı bloklardan oluşan ve her blokun bir önceki bloku içerecek şekilde doğrulayıp öncekine eklenerek devam ettiği ve bu şekilde doğruluğuna ilişkin matematiksel güven oluşturulan bir zincirdir¹⁴³.

¹⁴¹ Kitle Fonlaması Tebliği m. 18/1, c.2 uyarınca “*bu sınır 200.000 Türk Lirasını aşmamak kaydıyla, yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık net gelirinin %10'u olarak uygulanabilir.*”

¹⁴² Alternatif tanımlar için bkz. Sinan Yüksel, Osman G. Güçlütürk, **Gelişen Teknolojiler ve Hukuk I: Blokzincir**, (ed. Eylem Aksoy Retornaz, Osman G. Güçlütürk), Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 181-245, s. 183; Mete Tevetoğlu, **Hukuki Yönleriyle Kripto Varlıklar ve Kripto Varlıkların İlk Arzı**, 2. bs., Aristo Yayınevi, İstanbul, 2021, s. 9 vd.; Pinar Çağlayan Aksoy, **Akıllı Sözleşmelerin Kuruluş ve Geçerlilik Şartları**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 147.

¹⁴³ Alternatif tanım ve detaylı açıklamalar için bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 183; Tevetoğlu, **İlk Arz**, s. 7 vd.

Kripto varlıklar, girişimcilik ve yatırım dünyasında her geçen gün potansiyelini hissettiren, “her kaçan fırsatın yeni bir fırsatı takip ettiği”, dinamik, görece yeni ve bir dönem trilyon dolarlık hacme¹⁴⁴ ulaşan bir piyasayı oluşturmaktadır. Gerek kripto varlık çeşitleri gerekse de kripto varlıkların bizatihi teknolojik boyutu oldukça yüksek hızda değişim ve gelişim göstermektedir. Sözgelimi günümüzde bir şekilde halk nezdinde belirli bir bilinirliğe ulaşmayı başaran “Bitcoin”i takiben binlerce¹⁴⁵ farklı yeni kripto varlık üretilmiş; farklı özelliklere sahip blokzincirler, yeni blokzincir standartları, akıllı sözleşmeler¹⁴⁶ ve NFT gibi yeni teknolojik altyapılar meydana getirilmiştir. İnsanlığın ilk gününden itibaren yaşanan değişim ve dönüşüm teknolojinin geldiği boyut itibariyle her geçen gün üssel bir şekilde artmakta olup bu dönüşümün meyvelerinden biri olan blokzincir teknolojisi ve kripto varlıklar da her gün bir öncekinden çok daha hızlı bir dönüşüme konu olmaktadır¹⁴⁷. Buna ek olarak kripto varlık ekosisteminin, sadece kripto varlık piyasasını değil, esasen doğrudan yatırım dünyasındaki trendleri de etkileyecek nitelikte olduğu söylenebilir. Örneğin Facebook’un ismini Meta olarak değiştirmesiyle dikkatleri üzerine çeken “metaverse” projesi, bundan çok daha önce kripto varlık ekosistemi paydaşlarının üzerine eğildiği ve yatırım yapılan girişimlere konu bir kavramdı¹⁴⁸. Benzer şekilde 2021 sonu itibariyle Web 3.0 girişimlerine

¹⁴⁴ <https://coinmarketcap.com/charts/> (Çevrimiçi), SET 12.02.2022.

¹⁴⁵ <https://coinmarketcap.com/all/views/all/> (Çevrimiçi), SET 12.02.2022.

¹⁴⁶ Akıllı sözleşmeler dijital formda oluşturulan ve yine aynı şekilde dijital bir şekilde ifa edilecek ve ihlali algoritmik olarak çok düşük ihtimal olan taahhütlerden oluşmaktadır. Dünyada imza, tanık veya kamera kaydı gibi yollarla sözleşmelerin mevcudiyetini güvenilir bir şekilde ortaya koymaya çalışılırken akıllı sözleşmeler bu ispatı bizatihi blokzincirin güvenilir ve merkeziyetsiz yapısı ile sağlamayı hedeflemektedir. Ayrıca sözleşmenin ifa edilip edilmediği noktasında da hâkim/hakem heyetine karşı bir ispat faaliyeti gerekmekte iken akıllı sözleşmeler mevcut algoritmalarıyla birlikte sözleşmenin ifa edilip edilmediğini güvenilir ve otomatik bir şekilde ortaya koymaktadır. Kaldı ki, taahhütün icrası dahi yine öngörülen şartların gerçekleşmesiyle birlikte otomatik olarak gerçekleşmektedir. Detaylı bilgi için bkz. Nick Szabo, **Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets**, (Çevrimiçi),

https://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart_contracts_2.html, SET 11.03.2022; Karş. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 189 vd. ve dn. 28; Türkçe detaylı açıklamalar için bkz. Çağlayan Aksoy, **Akıllı Sözleşme**, s. 37 vd.

¹⁴⁷ Geçmişte onlarca yıl alabilecek dönüşümlerin teknolojinin ulaştığı konum ve sağladığı kolaylıklar sayesinde belki bugün birkaç yıl süreceği ve aynı gelişimin gelecekte çok daha kısa bir süreye konu olmasının kuvvetle muhtemel olduğu şeklinde özetlenebilecek “üssel” gelişim kavramı ve teknolojinin dönüştürücü etkisi hakkında detaylı bilgi için bkz. Faruk Eczacıbaşı, **Daha Yeni Başlıyor**, Koç Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2018.

¹⁴⁸ Örneğin en çok talep gören metaverse platformlarından biri olan Decentraland 20.02.2020 tarihinde kamuya açılmış iken Facebook’un Meta’ya dönüşmesi 28.10.2021 tarihinde gerçekleşmiştir. <https://decentraland.org/blog/announcements/decentraland-announces-public-launch/> (Çevrimiçi),

ilginin artmasında da gerek kripto varlık arz eden girişimler gerekse de yatırımcıların ilgisi sonucunda kripto ekosisteminde oluşan beklentinin (hype) etkisinin büyük olduğunu söyleyebiliriz. Bu durumda kripto varlıkların yatırım trendlerini de belirlediği sonucuna ulaşılmasında sakınca yoktur. Hem bizatihi trilyonluk hacme sahip bir yatırım ekosistemi teşkil eden hem de genel olarak yatırım trendlerini etkilemeyi başaran ve bu vesile ile ekonomi dünyasında tek başına tüm taşları yerinden oynatmaya yeterli bir konuma ulaşan kripto varlıkların ve kripto varlıklara ilişkin regülasyon konusunun hassas bir şekilde incelenmesi gerekmektedir.

Kripto varlık ekosistemi paydaşları ifadesine yer vermişken belirtelim ki, kripto ekosistemi, blokzincir ve kripto varlıkların genel mantığına uygun olarak merkeziyetsiz ve dünya geneline yayılmış kullanıcıların ortak birikimi ile oluşmuştur. Bu sebeple bu başlık altındaki açıklamalarımızda da rastlanabileceği şekilde bazı kavramlara paydaşlar tarafından farklı anlamlar yüklenebilmekte ve tanımlama faaliyeti yapacak merkezi bir kuruluş olmaması sebebiyle her zaman terim birliği sağlanamayabilmektedir. Bu kapsamda örneğin token/coin ifadelerinin ayrımı, bazı durumlarda kendi blokzinciri olan kripto varlıklar ile olmayanları ayırt edebilirken, bazı çevreler bunu Bitcoin veya Ethereum gibi ana akım kripto varlıklar haricindeki varlıklara indirgemekte, diğerleri ise ödeme amaçlı kullanılan (coin→akçe) kullanılmayan şeklinde bir ayrıma konu etmektedir. Biz ise aksi belirtilmedikçe token ifadesini ilk belirtilen anlamda kullanmayı tercih ediyoruz.

Benzer bir durum ICO (Initial Coin Offering → ilk akçe arzı) kavramının kapsamı bakımından yaşanmaktadır. ICO bazı durumlarda genel olarak kripto varlıkların arzını kapsayan bir ifade olarak kullanılmakta¹⁴⁹, bazı durumlarda ise aşağıda açıklayacağımız ilk arz türleri bağlamında özel olarak ICO anlamında kullanılabilir. Çalışmamızda ilk arzlara yer verme sebebimiz konunun girişim şirketi (start-up) bakımından finansman metodu olarak değerlendirilmeye elverişli olması ve bugün birçok kripto varlık hizmet sağlayıcısında girişimci finansmanı bakımından oldukça yaygın bir şekilde uygulanıyor olması sebebiyle girişimcilerimize konuyu tanıtmaktır. Bu sebeple ilk arz türleri arasındaki farka

SET 18.02.2022, <https://about.fb.com/news/2021/10/facebook-company-is-now-meta/> (Çevrimiçi), SET 18.02.2022.

¹⁴⁹ Örneğin bu yönde bkz. Tevetoğlu, **İlk Arz**, s. 193.

ilişkin teknik hususları dile getirmekle birlikte mümkün oldukça değerlendirmelerimizi “kripto varlık ilk arzının girişimciye finansman imkânı sağlaması” olgusu üzerinde yoğunlaştıracğıız.

Aşağıda hukuki değerlendirmelere geçmeden önce kısaca kripto varlık arzı suretiyle finansman sağlanması noktasında uygulamada gördüğümüz bir tespiti yer vermeyi isabetli buluyoruz. Arz edilecek token’ın işlevsel bir biçimde finansman sağlaması için ilgili girişimin faaliyet konusuyla ilgili olması oldukça önemlidir. Örneğin health-tech alanında faaliyet gösteren bir girişimin arz edeceği kripto varlığın da hedeflenen işlevi sağlık alanına ilişkin olmalıdır. Aksi takdirde, finansmanın yaratacağı talep sadece ekosistemde beklenti (hype) oluşması ihtimaline muhtaç kalacak ve hedeflenen sonuca elverişsiz bir hal alabilecektir.

Bir girişim şirketi veya girişimcinin kripto varlıklar aracılığıyla fon sağlaması tıpkı sermaye piyasası araçları gibi iki şekilde gerçekleşebilir. Bir ihtimal kripto varlıkların alım satımı ile kâr elde edilmesi olup bu durumda ilgili girişim bakımından ticari bir faaliyet bulunmaktadır; dolayısıyla finansman metodu olarak anılacak bir durum yoktur. Diğer bir ihtimal ise sermaye piyasası araçlarının halka arzına benzer şekilde finansman amacıyla kripto varlık ihraç etmektir. İhraç edilen kripto varlıkların özelliğine göre bu durumda -bir şirket mevcutsa- şirket sermayesine aktarılabilecek bir fonlama söz konusu olabileceği gibi, kripto varlık arz eden kişinin elindeki varlıklara yaratılacak talep neticesinde piyasada sadece “ekonomik bir değer” atfedilmesiyle kazanç sağlaması da mümkündür¹⁵⁰. Konunun yeniliği ve gelişim hızı neticesinde, her ne kadar kripto varlık arzını girişimciler bakımından alternatif finansman metodu olarak sayan eserlere yeterince rastlanılmamakta¹⁵¹ ise de günümüz şartlarında girişim şirketleri için çok sık kullanılan ve gelecekte blokzincir teknolojisinin toplumda daha fazla karşılık bulmasıyla birlikte daha sık karşılaşılabilecek bir finansman metodu olduğu söylenebilir. Bu bakımdan regülasyon faaliyetleri de kripto varlık ilk arzının yaygınlaşmasını

¹⁵⁰ Karş. Tevettoğlu, **İlk Arz**, s. 220. Yazar, finansman sağlamak ve kripto varlık üretmek şeklinde iki ayrı amaca vurgu yapmıştır. Kanaatimizce, bu yönde farklılaşan amaçlar, psikolojik bir etmen olarak var olsa dahi, nihayetinde üretilen kripto varlıklar talep gördükçe maddi değer kazandığından üreten kişi bakımından finansman sağlanması sonucunu doğurmaktadır.

¹⁵¹ Bu noktada genel bir ifade olarak ICO’yu alternatif finansman metodu olarak değerlendiren diğer eserler için bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 182; Tevettoğlu, **İlk Arz**, s. 192 ve s. 213; karşı. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, dn. 187; Çağlayan Aksoy, **a.g.e.**, s. 147.

destekleyici nitelik arz edecektir. Bu noktada belirtmek gerekir ki, GSYF veya GSYO gibi girişim sermayesi yatırımcıları gibi klasik yatırımcılara başvurmak yerine ICO tercih eden girişimci bakımından bu tercihin avantajı olduğu kadar dezavantajı da olabilir. Örneğin ICO tercihi girişimcinin girişim sermayesi yatırımcılarından iş tavsiyesi, danışmanlık, network kurmaya aracılık gibi noktalarda alacağı desteği alamamasına veya kurumsal GSYF ve GSYO yatırımlarının yaratacağı saygınlığı elde edememesine sebep olabilir¹⁵². Buna ek olarak, işlerin kötüye gittiği bir senaryoda GSYF ve GSYO'ların yatırımı terk edip çıkış yapma olasılığı, ICO yatırımcısının token'ini "saniyelik bir işlemle" satmasına kıyasla daha az görülebilen ve daha zorlu bir süreçtir¹⁵³.

Öte yandan, kripto varlık arzının bir finansman yöntemi olarak kullanılması girişimcilerin ihtiyaçlarına cevap verdiği kadar yatırımcıların yatırımlarına ilişkin beklentilerine de olumlu yönde cevap vermektedir. Normal şartlar altında bir girişim sermayesi yatırımcısı yatırım yaptığında müdahale etmesi zor, belirsizlik ve risk dolu bir başarısızlık senaryosu veya her şey iyi giderse genellikle 7-10 yıl içerisinde yapılacak bir çıkış senaryosu öngörmektedir. Ancak blokzincir ve Web 3.0 teknolojisinin gelişmesiyle birlikte ortaya çıkan "token" kavramı ve token'ların beklentilere dayalı oluşan ve manipülasyona açık bir finansal değer arz etmesi girişim sermayesi yatırımcılarına, yatırımlarından çok daha hızlı kâr elde etme imkânı sunmaktadır¹⁵⁴.

Kripto varlık ilk arzının bir finansman metodu olduğunu belirten sınırlı sayıda yazar arasında anılan finansman metodunun niteliği hakkında fikir birliği bulunmamaktadır. Nasıl ki yukarıdaki açıklamalarımızda ifade ettiğimiz üzere, kitle fonlaması mahiyet itibariyle halka arz teşkil etse bile yasal düzenleme gereği ayrı bir tür olarak değerlendiriliyorsa, benzer bir tartışma kripto varlık arzının kitle fonlaması teşkil edip etmediği noktasında bulunmaktadır. Bir görüş blokzincir üzerinde kripto

¹⁵² (Çevrimiçi), <https://tr.cointelegraph.com/ico-101/ico-vs-venture-capital-what-is-better-for-your-company>, SET 06.05.2022.

¹⁵³ (Çevrimiçi), <https://tr.cointelegraph.com/ico-101/ico-vs-venture-capital-what-is-better-for-your-company>, SET 06.05.2022.

¹⁵⁴ (Çevrimiçi), https://www.theverge.com/22992086/bored-ape-yacht-club-apecoin-venture-capital-yuga-labs-money?mc_cid=4dd1120103&mc_eid=36ff9781f1, SET 06.05.2022.

varlık arzının karakteristik bir kitle fonlaması olduğunu savunmakta iken¹⁵⁵, diğer bir görüşe göre en azından normatif bağlamda Türk hukuku açısından kripto varlık arzının kitle fonlaması için gerekli özellikleri taşımadığı savunulabilecektir; zira (i) kitle fonlaması platformlarının gösterdiği aracılık faaliyetinin genellikle ICO’larda görülmemesi ve (ii) kitle fonlamasının nihayetinde para toplamayı gerektirirken kripto varlık arzlarına genellikle başka bir kripto varlık ile katılınması ve bu varlıkların hukuken para niteliği arz etmemesi genel olarak kripto varlık arzını kitle fonlamasından ayırmaktadır¹⁵⁶.

Kripto varlık arzının kitle fonlaması olduğunu savunan görüş bakımından uygulanacak mevzuat hükümleri noktasında farklı bir tartışma daha gündeme gelmektedir. Şöyle ki, kitle fonlaması mevzuatında kripto varlık ihracına ilişkin hükümler yer almamakta ve paralel şekilde SPK bülteninde bu hükümlerin uygulanmayacağı belirtilmektedir¹⁵⁷. Zira burada toplanan fon esasen yasal bir “para” değil, bilakis sanal olan ve henüz hukuki vasfına ilişkin tartışmaların devam ettiği ekonomik gelir elde etmeye elverişli “veriler”dir¹⁵⁸. Buna karşılık, konuyu tartışan yazarlar ilgili kripto varlığın niteliğinden hareket etmektedir. Şayet fon olarak sağlanan kripto varlık “para” özellikleri taşıyan bir nitelikte veya arz edilen kripto varlığın değer artışı ile katılımcılara kazanç sağlayacak bir model sunuluyor ise bu durumda kitle fonlaması hükümlerinin uygulanması önerilmektedir¹⁵⁹.

¹⁵⁵ Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 37. Yazar bu konuda Yüksel/Güçlütürk’e atıf yapmış olmakla birlikte aynı sonuca ulaşamadığımızı ifade edelim. Anılan kısım için karşı. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 243. Yazarın aşağıdaki açıklamalarımıza paralel şekilde ICO’nun kitle fonlaması olduğu ancak bu hükümlerin uygulanamaz olduğu yönündeki tespiti için bkz. **a.e.**, s. 235; Ayrıca karşı. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, dn. 187 ; karşı. Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s.20; Karşı. Umut Balcı, “Kripto Paraların Ceza Hukuku Boyutu ve Türk Mevzuatındaki Muhtemel Düzenlenme Yeri”, **TBB Dergisi**, C: 34, S: 155, 2021, s. 203-259, s. 239.

¹⁵⁶ Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 241. Yazarlar bu iki şartı sağlayan bir ilk arzın ise -aracı platform kullanılan ve para karşılığı yapılan- mevzuat kapsamında kitle fonlaması olarak değerlendirilebileceğini belirtmektedir. Ancak yazarlar “*ICO’lar ile arz edilen kripto varlıkların Türk sermaye piyasası hukuku açısından pay olarak nitelendirilmesi zor görülmektedir.*” şeklindeki tespitleri doğrultusunda şu aşamada kripto varlıkların Kitle Fonlaması Tebliği kapsamı dışında olduğu sonucuna ulaşmaktadır.; Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 29.

¹⁵⁷ Kurul Karar Organı’nın 27/09/2018 tarih ve 47/1102 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru için bkz. 2018/42 sayılı ve 27/09/2018 tarihli SPK Bülteni, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2018&no=42>, SET 13.02.2022.

¹⁵⁸ Belirtelim ki, esasen ekonomik değer taşıyan husus bizi bu veriler değil; talep doğuran ve ekonomik değer yaratan bu verilere erişme imkânı tanıyan “anahtarlar”dır. Bu yönde bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 183 vd.

¹⁵⁹ Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 37.

Esasen yukarıda bahsedilen sorun ve varılan sonuç kripto varlık arzının kitle fonlaması teşkil etmediği görüşü bakımından da geçerlilik arz etmektedir. Bu durumda mevcut normatif düzende kripto varlık arzının kitle fonlaması -ve hatta halka arz- teşkil edip etmediği yönünde bir tartışma pratik bir sonuç doğurmamaktadır. Ayrılan yönleri olsa dahi, elbette kripto varlık arzının mahiyet itibariyle kitle fonlaması ve daha ileri giderek halka arz özellikleri taşıdığı söylenebilir; ancak esasen bu kavramların normatif karşılığı uygulanacak normun sınırını çizmek için kullanılmaktadır. O halde sorulması gereken, kitle fonlaması veya halka arz hükümlerinin kripto varlık arzına uygulanmasının ne ölçüde amaca hizmet edeceğidir. Belki aşağıda açıklayacağımız IEO gibi aracı kurumların bulunduğu bir ihtimalde kitle fonlaması hükümlerinden faydalanılabilir; zira kitle fonlaması düzenlemeleri de genellikle aracı kurumların yükümlülüklerini merkeze almaktadır. Ancak kripto varlık arzları genellikle aracısız şekilde ve blokzincir üzerinde olmakta ve daha önemlisi doğrudan ihraççıya ilişkin güven sorunları yaratmaktadır. Yine çözümler tamamen akıllı sözleşme ve blokzincir teknolojileri ile ilerlemekte; çok farklı bir değerlendirme gerektirmektedir. Bu sebeple anılan tartışmalara girmeksizin kripto varlık arzına ilişkin özgün ve bağımsız kuralların öngörülmesi gerektiğini savunmaktayız¹⁶⁰.

Belirtelim ki, yukarıdaki açıklamalara ek olarak kripto varlık arzının itibari para karşılığı yapılması da mümkündür¹⁶¹. Tam bu noktada gerek itibari para karşılığı gerekse de kripto varlık karşılığı yapılan bir arz, Türk sermaye piyasasında SPK tarafından “düzenleme ve gözetim alanı dışı” olabilecek bir uygulama olarak değerlendirilmiştir¹⁶². SPK kripto varlık arzının halka arz ve kitle fonlamasına benzerliğini dile getirmiş ancak ilgili faaliyetin SPK düzenleme alanına girip girmediğinin somut olay bazında değerlendirilmesi gerektiğini vurgulamıştır.

Gerçekten de SPK tarafından yapılan değerlendirme öğretideki yaklaşımlarla paralellik arz etmektedir. Buna göre, SPK tarafından “somut olay” olarak

¹⁶⁰ Bu bakımdan özellikle Avrupa Birliği nezdindeki MiCa regülasyon çalışmaları örnek alınabilir.

¹⁶¹ Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 240; Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 236; Ayrıca bu çeşitliliğin fonlamanın genişliğini hedeflediği hususuna içerecek şekilde bkz. Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 211.

¹⁶² Kurul Karar Organı’nın 27/09/2018 tarih ve 47/1102 sayılı Kararı Uyarınca Yapılan Duyuru için bkz. 2018/42 sayılı ve 27/09/2018 tarihli SPK Bülteni, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2018&no=42>, SET 13.02.2022.

adlandırılan çeşitli ihtimaller kanaatimizce arz edilen¹⁶³ kripto varlığın türü olarak okunabilecektir. Kripto varlıklar temel olarak para, hizmet ve menkul kıymet özellikleri arz eden kripto varlıklar şeklinde tasnife tabi tutulabilir¹⁶⁴. Özellikle Amerikan yargısında yatırıma konu araçların menkul kıymet niteliği bakımından yatırım sözleşmesinin var olup olmadığı tespiti için uygulanan Howey testi kripto varlıklar bakımından da önerilmekte ve kullanılmaktadır^{165 166 167}. Howey testi, ilgili aracın para karşılığında elde edilmesi, yatırımdan kâr beklentisi olması, yatırımın bir işletme veya girişime yapılıyor olması ve kârın üçüncü kişi veya girişimcinin çabalarıyla elde edilmesi kriterlerinin birlikte değerlendirilmesi suretiyle yapılmaktadır¹⁶⁸. Belirtelim ki, SEC bu testi serbestçe uygulamakta ve girişimcinin whitepaper’da token’i nasıl isimlendirdiği ile bağlı kalmamaktadır¹⁶⁹. Bu test sonucunda ilgili kripto varlık menkul kıymet niteliği göstermekte ise “security token” (menkul kıymet tokeni) olarak isimlendirilmekte ve sermaye piyasası mevzuatına tabi kılınmaktadır¹⁷⁰. Dolayısıyla sahiplerine belirli hizmetlerden

¹⁶³ Karışıklık olmaması adına belirtelim ki, hemen yukarıdaki paragraflardaki açıklamalarımız arz edilen kripto varlığın türünden ziyade finansman olarak kullanılan varlığa ilişkindir.

¹⁶⁴ Blockchain Türkiye, **Kripto Para ve ICO Raporu**, Mayıs 2020, (Çevrimiçi) https://bctr.org/dokumanlar/Kriptopara_ve_ICO.pdf, SET 11.02.2022, s. 40; Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 184; Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 58; Eleştiri için bkz. Binance Academy, **A Beginner’s Guide to Security Tokens**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/a-beginners-guide-to-security-tokens> SET 12.03.2022.

¹⁶⁵ Blockchain Türkiye, **Kripto Para ve ICO Raporu**, s. 40; Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 235 vd.; Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 59 vd.; Ayrıca menkul kıymet niteliğinin tespiti bakımından Avrupa Birliği’ndeki Finansal Araç Piyasaları Yönergesi’ne ilişkin açıklama ve değerlendirmeler için bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s.202 vd. İsviçre’deki durum için ise bkz. **a.e.**, s. 209 vd.

¹⁶⁶ Yabancı hukukta yer alan “security” kavramının esasen Türk hukukunda menkul kıymetten ziyade “sermaye piyasası aracı” kavramını karşıladığı yönünde bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 226.

¹⁶⁷ Avrupa ülkelerinin benzer yaklaşımları için bkz. Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 25 vd.

¹⁶⁸ (Çevrimiçi) <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets> SET 18.02.2022 “The U.S. Supreme Court’s Howey case and subsequent case law have found that an “investment contract” exists when there is the investment of money in a common enterprise with a reasonable expectation of profits to be derived from the efforts of others.”; Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 22 ve s. 41; Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 238; Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 61.

¹⁶⁹ Bu yönde whitepaper’da kendisini hizmet token’i olarak ifade eden Munchee token’in security olarak tespit edilmesi hakkında bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 186 vd.; Değerlendirme bakımından ilgili kripto varlığın sadece arz tarihinin değil, takip eden sürecin de dikkate alınacağı yönünde karşı. Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 35.

¹⁷⁰ Tevetoglu, **a.g.e.**, s. 68. Yazar **a.e.**, dn. 115’te Yüksel/Güçlütürk’e atıf yaparak yazarların tüm kripto varlıkları yatırım sözleşmesi olarak değerlendirdiğini belirtmiş ve yatırım özelliği bulunmayan ICO’lar olabileceğini vurgulayarak görüşlerine iştirak etmemiştir. Ancak belirtelim ki, atıf yapılan yazarlar Yüksel/Güçlütürk de esasen yorumunu “Türk hukukunda da benzer nitelikteki kripto varlıkların yatırım sözleşmesi kavramı altında sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmesi ve sermaye piyasası mevzuatına tabi tutulması kripto varlıklara ve ICO’lara hukuki temel sağlamak adına bir fırsat olarak değerlendirilebilir” şeklinde yapmış ve security token’lar ile sınırlı bir

ayrıcalıklı yararlanma imkânı tanıyan ve finansal amaçlarla üretilmeyen “utility token”¹⁷¹ (fayda tokeni) ile ödeme işlemlerinde hızlı, merkeziyetsiz ve ucuz bir alternatif ödeme aracı çözümü getirmeyi hedefleyen “payment token”¹⁷² (ödeme tokeni) teknik anlamda sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değerlendirilmemektedir. Varılan bu sonucun, anılan SPK bülteni de gözetilirse, SPK tarafından da uygulanabileceği söylenebilir. Nitekim öğretide de ICO katılımı için kripto varlık alınması ve arz edilen kripto varlığın sermaye piyasası aracı teşkil etmemesi halinde SerPK’ya aykırılık ihtimalinin azalacağı belirtilmektedir¹⁷³.

Utility token (fayda tokeni) ifadesine yer vermişken aşağıda detaylıca açıklayacağımız ve girişim şirketleri bakımından finansman aşamasında yavaş yavaş uygulanmaya başlanan bir sözleşme türü olan ve kısaca henüz üretilmemiş utility token’lar bakımından sermaye piyasası mevzuatını ihlal etmeyecek bir menkul kıymet hedefiyle üretilen bir finansman sözleşmesi olan SAFT kavramına (Simple Agreement for Future Tokens) atıf yapmakla yetinelim¹⁷⁴.

İlk arz türlerine geçmeden önce son olarak kripto varlıkların ne kadar farklı şekillerde tasarlanabileceğine ilişkin kısa bir açıklama yapmayı, kripto varlıklara ilişkin algnın sınırlanmaması adına ve girişim sermayesiyle bağlantısı sebebiyle isabetli buluyoruz. Kripto varlık arzına ilişkin eserlerde de örnek olarak yer bulan DAO, ilgili token sahiplerine yatırım yapılacak projeye oylama ile karar verme ve kârdan gelir elde etme gibi imkânlar sunmakta ve girişim sermayesi ortaklıklarına benzetilmektedir¹⁷⁵. Belirtelim ki, bugün DAO kavramı sadece spesifik bir tokeni

değerlendirme yapmıştır. Bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 240. Bu sebeple Tevettoğlu’nun adı geçen yazarlara yönelik eleştirisine iştirak etmiyoruz. Ayrıca karş. Korkmaz, **Kitle Fonlaması**, dn. 187.

¹⁷¹ Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 39; Bu yönde ve ortaklık yapısını değiştirmeden girişimcilere fon sağlama imkânı sağladığı hakkında bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 186; Tevettoğlu, **a.g.e.**, s. 70 vd. Bu bağlamda atıf yapılan eserde “*takımların marşlarına, formalarına, asil ve yedek oyuncularına, transferlerine dair karar alma süreçlerine katılım hakkı sağlayan spor kulüplerinin çıkarttığı Fan Token’lar bu grubun karakteristik örnekleridir.*” şeklinde örnek verilmiştir. Nitekim EU tarafından teklif edilen MiCa regülasyon teklifinde utility token’lar için özel bir yetkilendirme prosedürü hedeflenmemiştir. Detaylı bilgi için bkz. Tevettoğlu, **a.g.e.**, s. 71 vd.

¹⁷² Payment token bahsi için bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 183 vd.; Tevettoğlu, **a.g.e.**, s. 69 vd.

¹⁷³ Tevettoğlu, **a.g.e.**, s. 237. ICO ve SerPK kapsamında usulsüz halka arz hükümlerinin uygulanma ihtimali için bkz. **a.e.**, s. 226 vd.

¹⁷⁴ Bkz. aşağıda Simple Agreement for Future Tokens (“SAFT”).

¹⁷⁵ Bu yönde ve anılan durumun her ne kadar “pay” kavramını çağırırsa da pay olmadığı yönünde açıklamalar için bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 227. Pay veya pay benzeri menkul kıymet niteliği arz edebilecek kripto varlıklar hakkındaki açıklamalar için ise bkz. **a.e.**, s. 228 vd. Verilen örnekte her bir token ilgili şirketin bir payını temsil etmekte, dolayısıyla oy ve kâr payına katılım hakkı vermekte olup 1 Euro nominal değere sahiptir. Hakların nasıl kullanılacağı ise yatırımcı ve proje sahipleri ile

değil, Decentralized Auotonomus Organization olarak anılan ve tıpkı hemen yukarıda bahsedildiği gibi kullanıcılara karar verme mekanizmasına dahil olma imkânı sunan merkeziyetsiz ve blokzincir temelli projelerin tümü için bir “tür” olarak kullanılmaktadır. DAO akıllı sözleşme etkileşimleri kendi başına var olabilen ve kendi yatırımcıları tarafından yönetilebilen bir yapıdır¹⁷⁶.

2. İlk Arz Türleri

ICO kripto varlıkların ilk arzı noktasındaki en temel ve en klasik yöntemdir. Tam da bu sebeple, yukarıda belirttiğimiz üzere, ICO bazı durumlarda tüm ilk arz metodlarını kapsayacak anlamda kullanılmaktadır. Ancak zaman içerisinde ilk arz türleri ihtiyaçların değişmesi ve imkanların çeşitlenmesiyle birlikte farklılık göstermiştir¹⁷⁷. Bu başlıkta öncelikle ICO alt başlığı ile özel ve genel anlamıyla ICO’ya ilişkin açıklamalara yer vereceğiz; sonrasında ilgili diğer ilk arz türlerinin ICO’dan farklılık gösterdiği noktalara işaret edeceğiz. Diğer ilk arz türlerine geçmeden önce, bu türlerin aslında ICO’larda yaşanan dolandırıcılık başta olmak üzere olumsuz senaryolar üzerine üretildiğini söylemekte isabet görüyoruz¹⁷⁸.

a. ICO

ICO girişim şirketlerinin banka veya diğer aracılar yerine blokzincir teknolojisi ve blokzincir üzerinde oluşturulan akıllı sözleşmeler vasıtasıyla kripto varlık arz etmesi ve bunun karşılığında kripto varlık veya para şeklinde fon toplanması şeklinde tezahür eden düşük maliyetli alternatif bir finansman

imzalanmış ve ayrıca akıllı sözleşme formatına sokulan sözleşmeler ile belirlenmektedir. İşlemlerin hukuka uygunluğundan emin olmak adına işlemler hem blokzincirde hem de mevzuatta açıkça öngörülen araçlar üzerinde birlikte yürütülmektedir.

¹⁷⁶ Doğa Ekrem Doğancı, **Blokzincirine Dayalı Akıllı Sözleşmelerin Hukuki Nitelikleri, Kuruluşu, Yorumu, İfası ve Bazı Örnek Hukuki Uygulamalar**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021, s. 629. DAO’lar hakkında detaylı bilgi için **a.e.**, s. 628 vd.

¹⁷⁷ Initial Token Offering (ITO), Security Token Offering (STO), Initial Token Exchange (ITE-ICE) türlerinden bahsedilen kısım için bkz. Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 85 ve Initial Exchange Offering (IEO), Initial Legal Offering (ILO), Fan Token Offering (FTO), Security Token Offering (STO) türlerinden bahsedilen kısım için bkz. Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 203. Biz ise uygulamada yaygın görülen ve kripto varlık sektörünün saygın kuruluşlarından olan Binance bünyesinde kurulan Binance Academy tarafından değerlendirmelere konu olan türlere ağırlık vermeyi tercih ediyoruz.

¹⁷⁸ Binance Academy, **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**, <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-id-initial-dex-offering>, (Çevrimiçi), 12.03.2022.

yöntemidir¹⁷⁹. Kolay kullanım, blokzincir sayesinde ortaya çıkan şeffaflık, güven ve merkeziyetsizlik ile az maliyetli prosedür ICO'ları öne çıkarmakta olup öte yandan girişimciler bakımından geliştirilecek ürün/hizmetin henüz geliştirme aşamasında veya erken evrede kitlelere sunulabilmesiyle birlikte en ihtiyaç duyulan dönemlerde finansman sağlanabilmesi ICO'ları tercih edilir kılmaktadır¹⁸⁰.

ICO genellikle ilgili girişimin internet sitesi üzerinden kaydolunarak, izin verilen kripto varlıkların cüzdanlar (wallet) aracılığıyla hedef cüzdana aktarılması suretiyle gerçekleştirilmektedir. Alım talimatı neticesinde token'ların cüzdana aktarılması ihraççı tarafından blokzincir üzerinde oluşturulan akıllı sözleşme vasıtasıyla sağlanmaktadır¹⁸¹. Akıllı sözleşme whitepaper'da belirlenen tutarın sağlanması halinde ICO'yu başarılı addedecek ve arz edilen varlıklar katılımcıların cüzdanlarına ve katılımcıların kullandığı varlıklar ise ihraççının cüzdanına geçirecektir¹⁸². İnternet sitesine nasıl kaydolunacağı, hangi cüzdan adresine hangi kripto varlığın aktarılabilceği gibi bilgiler internet sitesinde yer almaktadır. Buna karşılık, ICO şartları, hedeflenen fon miktarı, ilgili kripto varlığa ilişkin özellik ve detaylar, yakım planı, girişimin gelecek hedefleri, süreci yürüten ekip, prim/ödül¹⁸³ bilgisi gibi hususlar genellikle ayrıca "whitepaper" olarak adlandırılan bir belge ile duyurulmaktadır¹⁸⁴. Belirtelim ki, işte bu detaylar yatırımcıların dikkatini çekmeyi ve esasen "veri"den ibaret olan kripto varlığa değer atfedilmesini sağlayan hususlardır. Nitelik veya nicelik itibarıyla yetersiz olan bir whitepaper, yatırımın isabetli bir

¹⁷⁹ Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 194; Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 225; Çağlayan Aksoy, **Akıllı Sözleşme**, s. 147.

¹⁸⁰ Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 190.

¹⁸¹ Sürece ilişkin bkz. dn.97; Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 191; Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 267; Binance Academy, **What Is an ICO (Initial Coin Offering)?**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-ico>, SET 12.03.2022.

¹⁸² Aksi takdirde, katılımcının ortaya koyduğu kripto varlıklar kendi cüzdanına yine otomatik şekilde iade olacaktır. Bu konudaki açıklamalar için bkz. bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 193 vd.; Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 268; Çağlayan, **Akıllı Sözleşme**, s. 147 vd. ICO sürecindeki işlemlerin öneri niteliği taşıyıp taşımadığı yönündeki değerlendirmeler için bkz. **a.e.**, s. 148.

¹⁸³ Bazı token'lar arz sırasında belirli bir süre elde tutma halinde (hodl) ödül vermektedir. Ekosistemde hodl olarak anılan bu husus esasen "hold" kelimesinden doğmuş ve ekosistemde bir forumcunun yanlış yazması sonrası viral olarak hodl haline gelmiştir. <https://academy.binance.com/en/glossary/hodl> (Çevrimiçi), SET 10.03.2022.

¹⁸⁴ ICO'ya özgü izahname olarak adlandırılan whitepaper hakkında bilgi için bkz. Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 39; Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 191; Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 290 vd. Örnek mahiyetinde en ünlü kripto varlık olarak bilinen Bitcoin ve Ethereum'un whitepaper'ları için bkz. Satoshi Nakamoto, **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System**, (Çevrimiçi), <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, SET 12.03.2022; Vitalik Buterin, **Ethereum Whitepaper**, (Çevrimiçi) <https://ethereum.org/en/whitepaper/>, SET 12.03.2022.

şekilde fiyatlanamamasını¹⁸⁵ ve nihayetinde yatırımcıların mağduriyetini doğuracaktır. Belirtelim ki, herhangi bir denetimden geçmeyen whitepaper'ların içeriğinin gerçeği yansıtmama riski bulunmaktadır¹⁸⁶. Nitekim bu sebeplerle kripto varlık arzına ilişkin çoğu regülasyon çalışmasında ana başlıklardan biri olarak whitepaper düzenleme yükümlülüğü ve asgari içeriğe yoğunlaşmaktadır¹⁸⁷. Öte yandan çalışma tarihi itibarıyla taslak aşamasında olan ve haricen inceleme fırsatı bulduğumuz ülkemize ait taslak metinde ise bu konuda hükümlerin eksik kaldığı görülmektedir. Yapılan eleştiri ve geri dönüşler neticesinde bu konuda da düzenleme yapılması beklenmektedir.

Whitepaper'ın önem taşıdığı diğer bir husus ise katılımcılara taahhüt miktarını, arz tarih ve süreçlerini şeffaf bir şekilde aktarmasıdır; zira halka arz faaliyetlerinin aksine kripto varlık arzı için henüz yasal bir zemin olmadığından dolaşımdaki kripto varlık arzının artırılması halinde “seyrelme”ye (dilute) karşı koruma mümkün olmamaktadır¹⁸⁸. Yeri gelmişken belirtelim ki, ICO'da yine halka arzdan farklı olarak düzenleyici bir kurum bünyesinde izin veya denetim süreçleri yahut yukarıda belirttiğimiz üzere izahname (ICO bakımından whitepaper) zorunluluğu bulunmamaktadır¹⁸⁹.

Herhangi bir düzenleyici kurum bünyesinde yapılmayan ve internet üzerinde yapılan ICO bu sebeple herhangi bir ülke ve mevzuatıyla sınırlanamamaktadır. Bu durum halka arza kıyasla girişimlere oldukça büyük bir avantaj sağlamaktadır, zira uygulamada birçok girişimci özellikle ABD'den yatırım almak veya ABD'de halka arz edilmek amacıyla girişimlerini “flip-up” olarak isimlendirilen ve kısaca şirketin pay sahipliği durumu korunacak şekilde başka bir şirket tarafından devralınması şeklinde özetlenebilecek bir yöntem ile ABD'ye taşımak zorunda kalmaktadır. Mali ve operasyonel yükü olan bu işleme kıyasla, mali yüklerden olabildiğince kaçınmak

¹⁸⁵ Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 44.

¹⁸⁶ Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 29; Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 192; İsviçre hukuku bakımından menkul kıymet değerlendirmesi yapıldığı durumlarda yanlış bilgi bulunması halinde sorumluluk olacağı hakkında bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 214 vd.

¹⁸⁷ Bu bakımdan Malta düzenlemesine ve MiCa'ya atıf yapan eser için bkz. Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 291 vd.; Genel olarak regülasyon çalışmaları hakkında Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 21 vd.

¹⁸⁸ Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 43.

¹⁸⁹ Bu yönde bkz. Yüksel/Güçlütürk, **a.g.e.**, s. 194; Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 230 vd.; Whitepaper zorunluluğu öngören Malta düzenlemeleri için bkz. (Çevrimiçi) <https://www.welcome-center-malta.com/blockchain-services-in-malta/ico-crypto-regulation-in-malta/> SET 11.03.2022.

isteyen girişimciler için ICO maliyeti düşüren küresel bir finansman aracı haline gelmektedir.

b. STO

Security Token Offering, yukarıda açıkladığımız menkul kıymet niteliği arz eden kripto varlıkların (security token) arzı için kullanılmaktadır. ICO'dan temel farkının katılımcılara arz edilen varlıkların şirket payı veya alacak hakkı tanıyacak şekilde tasarlanması olduğu belirtilmektedir¹⁹⁰. Uygulamada ve öğretide özel olarak STO şeklinde isimlendirilmesi sebebiyle bu arz türüne yer veriyor isek de ICO'dan ayrılan bir yönü bulunmamaktadır. Esasen STO'ların ayrı bir tür olarak anılmasının sebebi, ihraççının menkul kıymet vasfına yönelik bir kabulünü barındırması ve yapılacak arzın menkul kıymet regülasyonuna uygun şekilde yürütülmesidir¹⁹¹.

c. IEO

Initial Exchange Offering (IEO), merkezi kripto alım satım platformları¹⁹² aracılığıyla yapılan bir ilk arz türüdür. Bu türü ayıran özelliğin daha önce ICO'su yapılan bir kripto varlığın ilgili platform tarafından izin verilen diğer bir kripto varlık karşılığında işleme konulması olduğu da belirtilmekle birlikte¹⁹³, temel fark arz için bir merkezi kripto varlık alım satım platformuna ihtiyaç duyulmasıdır¹⁹⁴. Uygulamada “borsalarda listeleme” olarak anılan durumdan farklı olarak IEO'da yatırımcıların kripto varlığa henüz markette işlem görmeye başlamadan önce ulaşması söz konusudur. IEO'nun tercih edilmesindeki temel mantık, ilgili

¹⁹⁰ Blockchain Türkiye, **ICO Raporu**, s. 41; Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 263.

¹⁹¹ Bkz. ve karşı. Binance Academy, **What Is an ICO (Initial Coin Offering)?**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-ico>, SET 12.03.2022.

¹⁹² Binance, Gateio, Coinbase, Huobi, Ftx verilebilecek en ünlü örneklerdir.

¹⁹³ Bu yönde bkz. Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 265. Yazarın “örneğin mevcut ve sunulan varlıkların biri ödeme aracı, diğeri hisse senedi ise bu bir IPO olarak değerlendirilebilir. Her ikisi de bir NFT ise bu bir takas olacak, her ikisi ödeme aracı ise bir kambiyo işleminden bahsedilebilecektir.” şeklindeki tespitlerine ise tereddütte yaklaşıyoruz. İlk olarak IEO'da işlem çifti bakımından hisse senedi öngörülmemektedir; yazar kuvvetle muhtemel hisse senedi niteliği arz eden kripto varlıklardan bahsetmektedir ki bu durumda da bir genelleme yapılamaz. Zira listelenen varlık ödeme aracı, işlem çifti hisse senedi niteliği arz etmekte ise bu durumda halka arzla tamamen ters bir durum bulunmaktadır. İkinci olarak ödeme aracı niteliğindeki bir kripto varlık bizzatıhi para olarak kabul edilemeyeceğinden peşin olarak halka arz demek risklidir. Aynı risk “iki ödeme aracı olsaydı kambiyo işlemi olurdu” tespitinde çok daha fazla tezahür etmektedir. Ödeme aracı teşkil etmesi amacıyla insanlar tarafından üretilen birtakım sanal verilerin doğrudan para olarak kabulü mümkün olmadığı gibi bu işlemleri kambiyo rejimine ve vergi sistemine tabi kılmak mümkün değildir.

¹⁹⁴ Binance Academy, **What Is an Initial Exchange Offering (IEO)?**, (Çevrimiçi) <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-initial-exchange-offering-ieo>, SET 12.03.2022.

platformun müşteri kitlesi, bilinirliği ve altyapısından faydalanarak çok kısa sürede hedeflenen fonlama sürecini tamamlamaktır¹⁹⁵.

Diğer ilk arzlara kıyasla daha güvenli bir metod olduğu söylenebilir; zira özellikle ilgili platform piyasada saygın bir konumda ise kendi itibarını düşünerek her bir projeyi detaylı bir şekilde incelemekte ve gerekli gördüğü takdirde reddetmektedir¹⁹⁶. Sözgelimi, proje bilgileri, işletme planının güçlü olması, tecrübeli bir ekip, teknolojinin uygulanabilir olup olmadığı ve whitepaper hazırlanması en ünlü platformlardan biri olan Binance bakımından önem taşımaktadır.

d. IDO

IDO (Initial Decentralized Exchange Offering) merkeziyetsiz kripto para alım satım platformları¹⁹⁷ aracılığıyla token arzını ifade etmektedir. İşlemler akıllı sözleşmeler vasıtasıyla otomatik olarak yürütülmekte, bu sırada proje sahibi ilgili token'i katılımcılar ise fonu (genellikle izin verilen kripto varlığı) ortaya koymaktadır¹⁹⁸. Bu platformlar merkeziyetsiz olduğu için faaliyetlerini yürüten tek bir kişi/kuruluştan doğrudan bahsetmek mümkün değildir. Faaliyetini blokzincir, akıllı sözleşme başta olmak üzere algoritmik teknolojiler ile yürüten bu platformlarda karar alma mekanizmasının kim olduğu sorunu öne çıkacaktır. Örneğin hangi projenin arz edileceği veya IEO'da olduğu gibi belirli şartların gözetilip gözetilmeyeceğine kim karar verecektir? Bunun için bir oylama prosedürü uygulanmaktadır¹⁹⁹. Gözlemlediğimiz kadarıyla oylama ise ilgili platformların token'larına sahip kişiler tarafından yukarıda DAO örneğinde açıkladığımız şekilde yapılabildiği gibi genel olarak belirli miktarda kripto varlıkları "kilitleyerek" talep miktarını karşılayan projelerin seçilmesi gibi bir usulle de yapılabilmektedir. Sonrasında IDO'nun başarılı sayılması için hedeflenen fon tutarının sağlanması gerekmekte ve yine belirli miktarda kripto varlık kilitlenmekte ve genellikle

¹⁹⁵ Binance Academy, **What Is an Initial Exchange Offering (IEO)?**, (Çevrimiçi) <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-initial-exchange-offering-ieo>, SET 12.03.2022.

¹⁹⁶ Binance Academy, **What Is an Initial Exchange Offering (IEO)?**, (Çevrimiçi) <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-initial-exchange-offering-ieo>, SET 12.03.2022.

¹⁹⁷ PancakeSwap, UniSwap, Binance Smart Chain verilebilecek en ünlü örneklerdir.

¹⁹⁸ Binance Academy, **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**

¹⁹⁹ Binance Academy, **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**

yatırımcılar “whitelist”²⁰⁰ adı verilen bir listede yatırım öncesinde yer almak durumunda kalmaktadır²⁰¹.

IEO’larda projeye olan güvenin ilgili platformun saygınlığıyla doğru orantılı olarak arttığını belirtmiştik. Benzer bir durum IDO için de söz konusudur. İlk bakışta bu tespit, IDO’ların merkeziyetsiz yapısı sebebiyle çelişkili gözükse de detaylı incelendiğinde aynı akıllı sözleşmelerin kullanıldığı başarıyla sonuçlanan geçmiş projelerin sayısının çokluğu en azından prosedürel anlamda bir güvence yaratmaktadır²⁰². Diğer bir avantaj ise sadece cüzdan (wallet) bilgileri ile sürecin yürütülebilmesidir. Öte yandan bu avantaj, regülasyon çalışmaları ve özellikle kara parayla mücadele mevzuatı bakımından regülasyon kapsamına almakta zorluk şeklinde bir dezavantaja dönüşmektedir.

IDO’lara katılım için uyumlu bir cüzdan (wallet), finansman için kabul edilen kripto varlıklara sahip olmak, whitelist’e katılmak için gerekli işlemleri gerçekleştirmiş olmak ve projenin talebine göre belirli süre boyunca öngörülen bazı token’ları “kilitlemek” gerekmektedir²⁰³.

e. IFO

Initial Farm Offering (IFO), IDO’dan farklılık arz etmekle birlikte, likidite aracı olarak likidite havuzu²⁰⁴ modelini kullanması ve merkeziyetsiz kripto varlık alım satım platformları üzerinden yapılıyor olması sebebiyle IDO’nun gelişmiş versiyonu olarak anılmaktadır²⁰⁵. IFO’daki fark, doğrudan token kilitlemekten ziyade öncelikle likidite havuzuna ilgili token çiftlerinin yerleştirilmesidir. Çiftlerden biri

²⁰⁰ Bu listede yer almak için genellikle sosyal medya platformlarında paylaşım yapılması, belirli sitelere üye olmak, belirli uygulamaları yüklemek, belirli reklamları izlemek gibi yapılması basit görevler öngörülmekte ve kripto varlıklara ilişkin işlemlerin yürütülebilmesi için cüzdan (wallet) bilgisi istenmektedir. Bu konuda ayrıca bkz. (Çevrimiçi) <https://academy.binance.com/en/glossary/whitelist> SET 12.03.2022.

²⁰¹ Binance Academy, **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**

²⁰² Bu yönde ve yine de IEO’ya kıyasla yeterli nitelik arz etmeyen projelere rastlanma olasılığının çok daha yüksek olduğu hakkında bkz. Binance Academy, **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**

²⁰³ Binance Academy, **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**

²⁰⁴ Akıllı sözleşmeler aracılığıyla öngörülen kripto varlıklardan oluşturulan bir havuz olup alım satımlar için likidite yaratmayı hedeflemektedir. Detaylı bilgi için bkz. Binance Academy, **What Are Liquidity Pools in DeFi and How Do They Work?**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/what-are-liquidity-pools-in-defi>, SET 12.03.2022

²⁰⁵ Binance Academy, **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**

platforma ait olup işlem sonunda “yakılırken” diğeri ise proje sahibine aktarılmaktadır²⁰⁶.

f. IGO

Günümüzde oyun sektörünün yükselen popülaritesini görmezden gelmek mümkün gözükmemektedir. Milyarlarca dolar değerlemeye ulaşabilen oyun şirketleri bir yandan muhteşem grafikleri ile metaverse için gerekli zemini hazırlamakta iken bir yandan “e-spor” gibi yeni konseptlere konu olmakta ve kripto varlık ekosisteminde en yaygın yatırım trendlerinden birini teşkil etmektedir.

Oyun sektörü girişimcilerinin fon ihtiyacı için kullanabileceği bir metod olan Initial Game Offering (IGO), oyun henüz geliştirilme aşamasındayken gerekli finansmanın sağlanması amacıyla ileride oyunda kullanılacak olan ve genellikle NFT biçimindeki oyun içi varlıkları (karakter, silah vb.) katılımcıların erişimine açmaktadır²⁰⁷. IGO’ya katılım için çoğu platform, IGO’ya katılacak yatırımcılara genellikle platforma ait olan token’ları belirli bir süre tutma ve havuzda “kilitleme” zorunluluğu getirmektedir²⁰⁸.

g. FTO

Fan Token Offering (FTO), spor kulüplerinin taraftarlarına yönelik arz ettiği ve sahiplerine belirli olanaklar sağlayan bir kripto varlık ilk arzı yöntemi olarak anılmaktadır²⁰⁹. Kulüplerin, fan token aracılığıyla, genellikle takımların galibiyeti halinde yatırımcılarına belirli ödüller verdiği ya da belirli konularda anket düzenleyerek oy hakkı tanıdığı ve buna ek olarak token sahiplerine kulüp ürünlerinden veya kulüp tesislerinden indirimli faydalanma imkânı da sunabildiği görülmektedir. Kanaatimizce FTO kavramı ile ICO arasında, STO kavramında olduğu gibi, ayrı isimlendirmeyi gerektirecek bir farklılık bulunmamaktadır. Farklılık arz eden husus arz türünden ziyade bizzat token’in kendine has özellikleridir.

h. ILO

²⁰⁶ Binance Academy, **a.e.**

²⁰⁷ Binance Academy, **What Is an Initial Game Offering (IGO)?**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-initial-game-offering-igo> SET 12.03.2022

²⁰⁸ Binance Academy, **What Is an Initial Game Offering (IGO)?**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-initial-game-offering-igo> SET 12.03.2022.

²⁰⁹ Tevetoğlu, **a.g.e.**, s. 280.

Bir hukukçu olarak ilgimizi çeken diğer bir arz türü ise Initial Litigation Offering (ILO) olmuştur. Yeni gelişmekte olan ve teknoloji ile hukukun kesişim noktasında yer alan bu metod, arz edilen token'lar aracılığıyla “dava masraflarının” karşılanmasına yardımcı olmakta, dileyen yatırımcılara dava destekleme imkânı sunmakta ve bu vesileyle farkında olarak veya olmayarak “mahkemeye erişim hakkına” katkıda bulunmaktadır²¹⁰. Yatırımcı ise ilgili hukuki süreç sonunda elde edilecek finansal durumdan kazanç sağlamayı hedeflemektedir²¹¹. Bu yöntemle milyar doları bulan bir piyasanın oluştuğu belirtilmektedir²¹².

ILO'nun esasen sıklıkla tahkim yargılamalarında görülen üçüncü kişi finansmanı müessesinin blokzincir teknolojilerinden faydalanılan bir versiyonu olarak değerlendirilebileceği kanaatindeyiz. Bilindiği üzere, yüksek yargılama masraflarına konu olan tahkim yargılamalarına devam edebilmek için bazı durumlarda taraflar fon sağlayıcıların desteğine ihtiyaç duymakta ve fon sağlayıcılar da davanın kazanılması ihtimali üzerinden menfaat elde etmek amacıyla finansman sağlamaktadır²¹³.

H. Diğer

Girişim sermayesinin gerçek ana aktörü girişim şirkettir. Ancak madalyonun bir yüzü tamamen girişim şirketi ise diğer yüzü, ana aktör olarak yer verdiğimiz yatırımcıların toplamından oluşmaktadır. Yukarıda ayrı başlıklarda ele alınan GSYF, GSYO ve melek yatırımcılar girişim sermayesinin ilk günlerinden var olan asıl girişim sermayesi yatırımcılarıdır. Teknolojinin gelişmesiyle birlikte, kitle fonlaması ve kripto arzı yöntemleri de bu yönetime başvuran yatırımcıları girişim sermayesi aktörü haline getirmektedir.

Öte yandan zaman içerisinde girişim sermayesi yatırımlarının akıl almaz getirileri, erken aşama girişimlere yapılan yatırım tutarlarının artmasını beraberinde

²¹⁰ (Çevrimiçi) <https://themalaysianlawyer.com/2022/01/17/initial-litigation-offering-crypto-blockchain/>, SET 12.03.2022; (Çevrimiçi) <https://www.coinspeaker.com/guides/what-is-initial-litigation-offering-ilo/> SET 12.03.2022.

²¹¹ (Çevrimiçi) <https://www.coinspeaker.com/guides/what-is-initial-litigation-offering-ilo/> SET 12.03.2022.

²¹² Avalanche, **Initial Litigation Offerings to Bring \$10B Asset Class to Avalanche and Retail Investors for the First Time**, (Çevrimiçi), <https://medium.com/avalancheavax/initial-litigation-offerings-to-bring-10b-asset-class-to-avalanche-blockchain-retail-investors-2aff880fa641>, SET 12.03.2022.

²¹³ Detaylı bilgi için bkz. Baver M. Mert, **Milletlerarası Tahkimde Üçüncü Kişi Finansmanı**, İstanbul, 2019.

getirmiştir. Takiben “erken” yatırım yaparak diğer yatırımcılara kıyasla daha az parayla daha yüksek getiri elde etmek isteyen girişim sermayesi yatırımcıları tohum ve tohum öncesi gibi daha erken aşamalarda yatırım yapmaya başlamıştır. Böylelikle, yatırım aşamalarını “süreç” olarak değerlendirirsek hem sürecin başlangıcı daha geriye çekilmiş hem de sürece konu yatırım tutarları büyük oranda artmıştır. İşte bu değişimle birlikte, asıl amacı girişim sermayesi yatırımları olmayan daha büyük yatırımcılar girişim sermayesi yatırımı yapmaya yönelmiştir.

1. Özel Sermaye Fonları (“Private Equity”)

Özel sermaye fonları da GSYF gibi çıkış (“exit”) yaparak kâr elde etmek amacıyla yatırım yapmaktadır. Kendine özgü bir faaliyet alanı söz konusu olmayıp yegane faaliyeti yapılan yatırımlardan uygun şartlarda çıkış gerçekleştirerek kâr elde etmektir. Bu bakımdan GSYF'lere benzeyen özel sermaye fonlarının, GSYF'den temel farkı yaptığı yatırımların daha az riskli olmasıdır. Bu sebeple GSYF'lerden daha geç bir aşamada varlık gösteren özel sermaye fonları, riskin azalmasıyla birlikte GSYF'lere kıyasla çok daha yüksek miktarlarda yatırım yapabilmektedir.

2. Stratejik Yatırımcı (“Strategical Partnership”)²¹⁴

Statejik yatırımcı, GSYF,GSYO veya özel sermaye fonu gibi asıl faaliyeti yatırım olan bir yatırımcı değildir. Bilakis kendi faaliyet alanı çerçevesinde veya açılmak istediği yeni bir faaliyet alanında, gelecek gördüğü şirketlere yatırım yaparak bu şirketlerle “stratejik” ortaklık kurmaktadır. Dolayısıyla buradaki başlıca amaç, çıkış gerçekleştirmek değil, girişim şirketinin “işletme” boyutundan istifade etmektir. Stratejik ortaklık kurulacak şirketin girişim şirketi olması zorunlu olmamakla birlikte, stratejik yatırımcıların özellikle ar-ge faaliyetlerinden ve çevik operasyon gücünden faydalanmak için teknoloji ve ilaç alanındaki girişim şirketleriyle stratejik ortaklık kurulduğu görülmektedir.

3. Serbest Yatırım Fonları (“Hedge Funds”)

²¹⁴ Bu konuda detaylı bir çalışma için bkz. Cüneyt Yüksel, “Understanding And Structuring “Strategic” Corporate Partnering”, *Annales de la Faculte de Droit d'Istanbul*, C: 37, S: 54, 2005, s. 217-254.

Serbest yatırım fonları, sermaye piyasasına ilişkin belirli yasal kısıtlamaların en aza indirildiği, esnek ve riskli yatırımlar yapan bir fon türüdür. Likiditesi yüksek olan piyasalarda (genellikle borsa ve türev araç piyasalarında) kısa vadeli işlemler yaparlar. Girişim sermayesi yatırımlarının uzun süreli yatırımlar olması ve likiditenin düşük olması, serbest yatırım fonlarını girişim sermayesi yatırımlarından uzaklaştırmaktadır. Bununla birlikte, yurtdışında nadiren halka arzdan önceki son yatırım turlarına eşlik eden veya doğrudan GSYF'lere yatırım yapan serbest yatırım fonlarına şahit olunmaktadır²¹⁵.

4. Banka

Girişim sermayesine ilişkin yapılan ilk dönem çalışmalarda, girişim şirketlerinin taşıdığı riskler sebebiyle bankalardan yeterli finansmanı bulamadığı ifade edilmekteydi. Bugün uygulamada bu ifadenin geçerliliğini yitirdiği görülmektedir. Birçok banka “girişimcilik ofisleri” açarak girişimcilere hızlandırıcı ve kuluçka merkezine benzer hizmetler vermekte olup ayrıca bizzat GSYF ve GSYO kurarak girişim şirketlerine yatırım yapar hale gelmiştir.

Buna ek olarak, yurtdışında bazı bankaların girişim borcuna (“venture debt”) ilişkin faaliyette bulunduğu da görülmektedir²¹⁶.

5. Kamu

Yapılmakta olan finansal ve vergisel teşviklere ek olarak, TÜBİTAK, KOSGEB, teknoparklar, Sanayi Bakanlığı, Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi, üniversite gibi kurumlar aracılığıyla kamunun girişim sermayesinde aktif bir aktör olduğunu söylemek mümkündür.

6. Etki Girişimleri, Etki Yatırımları (“Impact Investing”) ve Etki Fonları (“Impact Funds”)

Etki girişimleri, belirlenen odak alanlarında ölçülebilir, sürdürülebilir (“sustainable”), sosyal ve çevresel etki yaratan veya yaratma potansiyeli taşıyan

²¹⁵ Tiger Global hakkında bu konuda örnek bir haber için bkz. (Çevrimiçi), <https://pitchbook.com/news/articles/how-hedge-funds-are-leading-the-race-to-stake-startups>, SET 18.12.2022.

²¹⁶ Silicon Valley Bank örneği için bkz. (Çevrimiçi), <https://www.svb.com/startup-insights/venture-debt/how-does-venture-debt-work>, SET 18.12.2022.

genellikle teknoloji tabanlı girişimleri ifade etmektedir²¹⁷. Sosyal girişimler olarak da anılan etki girişimlerine yapılan yatırımlar etki yatırımları (“impact investing”), etki girişimlerine yatırım yapan fonlar ise etki fonları (“impact funds”) olarak anılmaktadır. Burada sosyal sorumluluk ve sosyal/çevresel motivasyonlar devreye girdiği için yatırımcının başlıca ve yegane amacı kâr elde etmek değildir. Bu sebeple yatırımcılar nezdinde yatırımın geri dönüşü ikinci planda değerlendirilebilmektedir. Bu durum ise bazı hallerde finansmana ilişkin sözleşme hükümlerine ve sözleşme kurgusuna yansımaktadır

7. Bölünme Şirketleri (“Spin-off”)

Bölünme şirketleri (“spin-off”), girişim şirketlerinin (start-up) tam tersi nitelikleri taşıyan kardeşleri gibidir. Girişim şirketleri yola “sıfırdan” başlarken, bölünme şirketleri halihazırda faaliyette olan bir şirketin yeni bir işletme kurmak için bünyesinden ayırdığı yeni bir şirket kurmasıyla yola çıkmaktadır.

²¹⁷ (Çevrimiçi), <https://www.blackrock.com/uk/professionals/solutions/global-impact-strategy-fund>, SET 18.12.2022; (Çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/terms/i/impact-investing.asp>, SET 18.12.2022; (Çevrimiçi), <https://impactstartup.se/>, SET 18.12.2022.

II. GİRİŞİM SERMAYESİ POLİTİKALARI VE EKONOMİK ÖNEMİ

A. Genel Olarak

Girişim şirketlerine yapılan yatırım çok sayıda öznenin menfaatini etkileyen ve doğru bir kurguda gerçek anlamıyla “herkesin” kazandığı bir senaryo oluşturmaktadır. Girişim sermayesi, çok düşük miktarlarda sermayeyle yola çıkan bir girişimcinin yüksek değerlemelere ulaşan şirketi sayesinde elde ettiği maddi getiri veya bu yolda girişimciye fon sağlamak suretiyle katkıda bulunan ancak nihai amacı yatırımdan yüksek bir kâr elde ederek çıkış yapmak olan yatırımcının menfaatinden çok daha geniş menfaat grupları bulunduran bir alandır. Sözgelimi çıkış yapan yatırımcının veya girişimcinin paylarını almak suretiyle girişim şirketini devralan kişi büyük ölçekli bir şirket olabilir; zira bazı büyük şirketler sıfırdan bir işletme planı kurarak yürüteceği araştırma geliştirme çalışmaları yerine/yanına, aradıkları şartları sağlayan girişimleri devralarak hazır bir düzeni kendi bünyesine katmayı ve ondan (genellikle farklı bir veri havuzundan oluşan verilerinden) faydalanmayı tercih etmektedir. Bu konuda özellikle Bigtech şirketlerinden Apple başarılı şirketleri bünyesine katarak bu girişimleri kendi sunduğu hizmetlere dahil etmesiyle dikkat çekmektedir. Bir dönem oldukça ünlü olan Beats kulaklık markasını devralması, dinlenen müziği tespit edebilen Shazam uygulamasını devralarak uygulama içi bir eklentiye dönüştürmesi, ünlü yapay zekâ temelli yardımcısı Siri’nin de bir dönem devralınmış bir girişimden ibaret olması bu bakımdan Apple’ın girişim sermayesi yatırımlarından elde ettiği fayda türüne örnek gösterilebilir²¹⁸. Öte yandan, yukarıda ifade ettiğimiz gibi, girişim şirketi herhangi bir ticari faaliyetle uğraşan sıradan bir ticaret şirketi olmayıp teknolojiyi temeline alan ve doğrudan belirli bir problemin çözümüne odaklanan girişimlerdir. Dolayısıyla şirket devralınsın veya devralınmasın hedeflenen büyüklüğe ulaştığı takdirde, şirket hizmetlerinden faydalanan vatandaş da büyük bir fayda görecektir. Örneğin Airbnb ulaştığı küresel başarıyla bugün dünya çapındaki müşterilerine devasa verilerle işlenmiş üst düzey bir hizmet sunarak

²¹⁸ (Çevrimiçi), https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Apple, SET 08.05.2022; Bu konuda genel nitelikteki benzer açıklamalar ve bu şirketlerin büyük bir bürokrasi içinde olan hantal yapıları sebebiyle bu yöntemi tercih ettikleri hususu için bkz. Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 17.

sorunsuz bir tatil vaad etmektedir. Bu suretle rekabetin olumlu bir sonucu olarak Airbnb pahalı otel zincirlerine bir alternatif haline gelmiştir. Bunun da ötesinde birçok işkoluna evsahipliği yapan, piyasa oluşturan veya piyasada çeşitlilik yaratan ve bu sayede katma değer sağlayan başarılı girişim şirketleri bu yönleri itibariyle de vatandaşlara menfaat sağlamaktadır²¹⁹. Yine örneğin, e-ticaret ve çevrimiçi yemek sipariş hizmeti sunan sitelerde çeşitliliğin artması hem çalışanların maaşlarında hem de sunulan hizmetin kalitesinde bir artış yaratarak tüm menfaat grupları için “daha iyi” getiren bir rekabete konu olmaktadır. İşte bu noktada vatandaş haricinde, devlet de kazançlı çıkmaktadır. Bahsedilen inovasyon ve rekabet ortamında ticaretin sağlıklı bir şekilde işlemesi, katma değer ve yüksek refah arzu eden devletlerin ekonomik politikaları için de elverişli bir ortam yaratmaktadır²²⁰. Öte yandan yatırımcıların -özellikle GSYF’lerin- küresel çapta faaliyet göstermesi devletler için yabancı yatırımcıyı ülkeye çekme aracı olarak da kullanılabilir. Diğer bir nokta ise yüksek değerlemelere ulaşan girişim şirketlerinin sayısının artması bir devlet için ekonomik ve siyasi güç teşkil etmektedir. Bugün eski adıyla Facebook yeni adıyla Meta’nın veyahut Twitter’ın ulaştığı konum ve elde ettiği veriler itibariyle Amerika Birleşik Devletleri için oldukça kıymetli girişimler olduğu izahından varestedir. Girişim sermayesi ve teknolojik gelişmeler sayesinde ölçeklenme imkanı o kadar genişlemektedir ki, bir girişim şirketinin dünya çapında önemli ve politika üstü bir konuma gelmesi oldukça kısa süreler içerisinde gerçekleşebilmektedir.

B. Yeni Bir Sosyal Sınıf: Beklentiler ve Ekonomik Fayda

Çalışmamızın asıl amacı, yukarıda tanımlar başlığında başlıca aktörlerini de açıkladığımız girişim sermayesi ekosisteminde karşılaşılan hukuki sorunları tespit etmek, karşılaştırmalı hukuktaki çözümleri ortaya koymak ve Türkiye için ekosistemi geliştirmeye yönelik önerilerde bulunmaktır. Bu noktada belirtelim ki,

²¹⁹ Benzer yönde bkz. Paolo Giudici, Peter Agstner, “Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe)?”, **European Business Organization Law Review**, 20, 2019, s. 597-632, s. 599.

²²⁰ Sağlıklı bir girişim şirketi politikasının uzun vadede devletlerin paraya erişimini ve ekonomik büyümesini hızlandıracağı yönünde bkz. ve karşı. Fenwick, Mark; Skultetyova, Ivona; Vermeulen, Erik P.M., “**Capital Markets Union: Why “Venture Capital” is Not the Answer to Europe’s Innovation Challenge**”, 2018, (Çevrimiçi), <https://ssrn.com/abstract=3133588> SET 11.06.2022, s. 3 ve devletlerin büyüme stratejileri bakımından girişim sermayesi politikalarını merkeze almaya başladığı hakkında bkz. **a.e.**, s. 6. İşte bu sebeple yatırımcılara sağlanan finansal ayrıcalıkların günün sonunda elde edilecek ekonomik fayda karşısında gayet makul olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 12.

konuyu “start-up hukuku” şeklinde özelleştirmeye de yarayan temel neden ekosistemin tamamen kendine özgü hale gelen beklenti, ihtiyaç ve teamülleridir. Bu bakımdan yurtdışı literatürde “startupper” adı verilen ve hızlı adımlar atmak isteyen yeni bir “sosyal sınıfın” oluştuğu belirtilmektedir²²¹. Bu ifadenin kanaatimizce girişimcileri, girişimcilerin kurmuş oldukları girişim şirketlerini ve onlara yatırım yapmak için özelleşmiş girişim sermayesi yatırımcılarını da eklemek suretiyle genişletilerek “ekosistem” olarak isimlendirilmesi mümkündür. İşte bu ekosistemdeki her bir aktörün kendine özgü beklenti ve ihtiyaçları, hukuken genel şirketler hukuku perspektifiyle çözülemeyecek meseleler gündeme getirmektedir. Bir tarafta inovatif ve potansiyeli olan bir fikir etrafında birleşen ancak henüz ortaya yeterince somut bir değer koyamayan, bunun için finansman ihtiyacı duyan girişimci ekibi; diğer tarafta ise girişimciye ilişkin şüphelerine rağmen yüksek getiri beklentisiyle finansman sağlayacak olan yatırımcı bulunmaktadır²²². Yatırımcı için “açmaz” teşkil eden husus, şirkete sermaye koyduğu takdirde masrafı “kendi cebinden” yapmayan girişimcinin israfından endişe etmesi, borç yöntemiyle finansmanda ise geri ödeme riskinin artacak olmasıdır²²³. Öte yandan girişimciler de benzer şüpheler taşımaktadır. İlişkinin güçlü tarafı olan yatırımcının hem pay sahipliği hem de şirket kontrolünü ele geçirmesi korkusu her zaman girişimci için soru işareti teşkil etmektedir²²⁴. Girişimcinin bir şekilde ihtiyaç duyduğu paraya ulaşması ancak yatırımcının ise tereddütlerinin giderilmesi ve günün sonunda ortak menfaat olarak girişim şirketinin yüksek bir değerlemeye ulaşarak taraflara kazanç

²²¹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 598 vd.

²²² Giudici/Agstner, **Startups**, s. 601. Yazarlar bu konuda yatırımcının duyacağı şüpheyeye ilişkin özellikle iki soruya değinmektedir:

- a) İşverenleri veya ekosistemdeki başka yatırımcılar neden girişimci ve ekibine finansman sağlamadı? (bu husus “negatif seçim” (adverse selection) olarak adlandırılmaktadır.
- b) Girişimci elde ettiği para ile kişisel konforuna mı önem verecek yoksa girişim şirketi için yüksek bir tempoyla çalışıp finansmanı doğru bir şekilde değerlendirecek mi?

Buna ek olarak girişimcinin yüksek eforla çalışsa bile şirket “bilgilerini” neredeyse tekeline alması sebebiyle bilgi asimetrisi oluştuğu belirtilmektedir. Şirketin önündeki fırsatları daha iyi bilen ve girişimci duruma göre hisse satışlarında veya halka arzlarda hisselerin olduğundan daha değerli veya daha değersiz olduğu zamanları çıkarı için kullanabilir ve piyasaya negatif sinyaller verilmesine yol açabilir ya da yatırımcılarını “ters köşede” bırakabilir. Bu yönündeki açıklamalar için bkz. Josh Lerner, “When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design Of Effective ‘Public Venture Capital’ Programmes”, **The Economic Journal** (112), s. 73-84, s. 74.

²²³ Lerner, **Public Venture Capital**, s. 74.

²²⁴ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 15.

sağlaması hususları, işte bu menfaat dengesinde özel olarak gözetilmesi gereken ve özel yasal düzenleme ihtiyacı doğuran noktalardır.

Kendine özgü bir uygulama geliştiren ekosistem, henüz sadece umut vaad eden girişimcinin, somut bir değer yaratana kadar yüksek efor göstermesini garanti etmek için çeşitli mekanizmalar geliştirmiştir. Örneğin bir bilgisayar işlemcisinin gösterdiği efor rahatlıkla ölçülürken girişimcinin gösterdiği eforun objektif bir ölçüsü bulunmamaktadır. Çalışılan saat veya yapılan masraflar tek başına birer gösterge değildir; zira girişimci yatırımcının işçisi değildir. Aradaki ilişki ve eforun ölçüsü, ancak girişim şirketinin başarısıyla ölçülebilir. Buradan hareketle, yatırımcıların yaptıkları yatırımı belirli aşamalara (“milestone”) ayırdığını ve performansa ilişkin belirli kriterler sağlandıkça yatırıma devam ettiğini söyleyebiliriz²²⁵. Yatırım öncesinde, sahip olunan teknoloji, teknolojinin potansiyel piyasası ve yönetimin piyasa ihtiyaçlarını anlayabilecek ve uyum sağlayabilecek şekilde olup olmadığı kriterlerinin değerlendirilmesine elverişli bir işletme planı²²⁶ başta olmak üzere girişim şirketine ilişkin her bir detay yatırımcılar tarafından çok sıkı incelenmektedir. Tag-along, drag-along gibi opsiyonlar, kontrol hakları veya imtiyazlı hisse ihracı gibi yöntemler de bu amaca hizmet etmektedir²²⁷. Anılan mekanizmalar genellikle “sözleşme” altyapısıyla ilerlemektedir. Buna karşılık sözleşmelerin geçerliliği veya ihtiyaç duyulan sözleşme harici olası mekanizmaların mevcudiyeti gibi hususlar yatırımcıları regülasyon araştırması yapmaya itmekte ve şüphelendikleri durumlarda yatırım yapmaktan imtina etmek veya “regülasyon riskini” göze alarak yatırım yapmak zorunda bırakmaktadır. Çalışmamızın asıl amacı, gerekli ve yeterli regülasyon ortamı yaratmak için düzenlenmesi gereken hususları ortaya koymak ve yatırımcılar bakımından tercih edilen bir hukuki düzen oluşmasına katkı bulunmaktır. Nitekim uygun bir hukuki altyapının yatırımcı

²²⁵ Lerner, **Public Venture Capital**, s. 76; Elizabeth Pollman, Startup Governance, **University of Pennsylvania Law Review**, S:168, 2019, s. 156-221, s. 186; Giudici/Agstner, **Startups**, s. 601.

²²⁶ Bu yönde ve bu sıkı inceleme neticesinde işletme planını sunan girişim şirketlerinden ancak %1’inin fon bulabildiği hakkında bkz. Lerner, **Public Venture Capital**, s. 76. Yazar özellikle her önemli teknolojinin piyasada karşılık bulamayacağını vurgulayarak yönetimin piyasaya uyum sağlayabilmesi hususunun önemini ayrıca vurgulamaktadır.

²²⁷ Lerner, **Public Venture Capital**, s. 76 ve s. 81; John Armour, Douglas Cumming, “The Legislative Road to Silicon Valley”, **Oxford Economic Papers**, C: 58, S: 4, 2006, s. 596-635, s.2 ; Bu yönde ve ayrıca işlerin iyi gittiği bir senaryo için kâr payı imtiyazı öngörülürken kötü senaryo için tasfiye payı imtiyazı öngörülebileceği örneği için bkz. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 604.

tercihinde önemli unsur olduğu ve devletlerin bu konuda atabileceği en iyi adımların başında geldiği belirtilmektedir²²⁸.

İçinde bulunduğumuz dijital dönüşüm çağına ilişkin yenilikçi çalışmaların önemli bir kısmı ticari amaçla kurulan girişim şirketleri ve onlara yatırım yapan girişim sermayesi sayesinde gerçekleşmektedir; nitekim yukarıda ismini örnek olarak zikrettiğimiz Apple'ın da dahil olduğu Google, Amazon, Facebook (Meta), Apple ve Microsoft'tan ibaret Big-tech şirketleri de girişim sermayesiyle desteklenen birer girişim şirketi olarak yola çıkmıştır²²⁹. Bu sebeple girişim şirketlerinin yarattığı yıkıcı ve dönüştürücü etkiyi küçümsemek ve onları desteklemek gerekmektedir. Nitekim birçok devlet yaptığı çalışmalarla, geleceğin küresel devlerine dönüşecek girişim şirketlerini desteklemek için seferber olmaktadır.

C. Başarılı Sistem Örnekleri ve Çalışmalar

Devletler girişim sermayesinin önemini, özellikle nitelikli işgücü ve girişimcilerin Silikon Vadisi veya Delaware başta olmak üzere başarılı ekosistemlere yönelmesi ve yukarıda açıkladığımız ekonomik faydaların bir başka devlet tarafından elde edilmesiyle anlamıştır²³⁰. Takiben Avrupa Birliği ve İtalya gibi üye ülkelerde bu konuda regülasyon çalışmaları yaşandığı, regülasyonun ötesinde çeşitli ülkelerde Silikon Vadisi benzeri bir ekosistem oluşturulmaya çalışıldığı görülmektedir. Örneğin Avrupa'da "Start-up and Scale-up" inisiyatifi başlatılmış olup yapılan çalışmalarda Silikon Vadisi'nin örnek alındığı belirtilmektedir²³¹. Bu bakımdan bu başlıkta öncelikle atılabilecek adımlara yönelik genel açıklamalara yer verilecek ve sonrasında açıklanacak sistemlerin temelinde yer alan bileşenler örnek mahiyetinde genel hatlarıyla açıklanacaktır.

1. Politika: Atılabilecek Adımlar

Bu alandaki çalışmalar ilk olarak Sovyetler Birliği ile rekabet halinde olan ve Sputnik uydusuna karşı hamle arayışında olan Amerika Birleşik Devletleri'nin

²²⁸ Armour/Cumming, **Silicon Valley**, s. 23.

²²⁹ Karş. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 599.

²³⁰ Gerçekten yapılan araştırmalara göre son 30 yılda yeni bir iş kurma fikri olan kişilerin aklına ilk gelen yerin Silikon Vadisi olduğu yönünde bkz. Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 4.

²³¹ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 4; Giudici/Agstner, **Startups**, s. 600.

yüksek teknoloji çalışmalarını politika merkezine koymasıyla başlamış; özel sektörün yeni girişimlere finansman bakımından gerekli desteği sunmadığı ve kamunun gerek yatırımcıları teşvik ederek gerekse de bizzat yatırım yaparak bu konuda aktif rol alabileceği düşünceleriyle şekillenmiştir²³². Zaman içerisinde gelişim gösteren kamunun rolü, yatırım ortamı yaratmayı hedefleyen çalışmalar ve yatırımcı davranışına yön vermeye çalışan davranışlar olmak üzere iki ana başlık halinde değerlendirilebilir hale gelmiştir. Bu bağlamda arz tarafı olarak düşünülebilecek risk sermayesi aktörleri ile talep tarafında kalan girişim şirketlerine ilişkin yapılacak regülasyon çalışmaları yatırım ortamı yaratmayı hedefleyen çalışmalar kapsamında değerlendirilmiştir²³³. Ancak belirtelim ki, aşağıda özellikle Amerika Birleşik Devletleri başlığında görüleceği üzere, gerekli yatırım ortamını oluşturmak amacıyla yapılan regülasyon çalışmaları tek başına yeterli olmamaktadır. Girişim ekosistemi için gerekli “kültürü” oluşturmak ve diğer kamusal faaliyetlere de aynı şekilde ağırlık vermek önemlidir; zira tüm şartları taşıyan bir ekosistem olduğu takdirde hedeflenen inovasyon kendiliğinden oluşacaktır²³⁴. Bir hukuk tezi olan çalışmamızın asıl konusunu ise İkinci Bölüm’de detaylıca ele alacağımız ve regülasyona konu edilebilecek hukuki meseleler oluşturmaktadır. Bu noktada politika anlamında belirtmekle yetinelim ki, yapılacak regülasyon, hem ekosistemin arz kısmını -yatırımcı tarafını- hem de talep kısmını -girişim şirketleri- düzenlemek suretiyle yapılabilir²³⁵.

Girişimciler sadece finansal desteğe değil aynı zamanda stratejik tavsiyelere, mentor'lere, güçlü bir ağa (“network”) ihtiyaç duymaktadır²³⁶. Bu sebeple hızlandırma programları (“accelerators”) ve kuluçka merkezleri (“incubator”) de başarılı bir girişim ekosistemi için önem taşımaktadır. Buna kamu tarafından sunulacak destek anlamında girişim sermayesi programları da eklenebilir. Meta,

²³² Lerner, **Public Venture Capital**, s. 73. Ayrıca ilk modern girişim sermayesi teşebbüsü sayılan Amerikalı teşebbüsün kuruluş geçmişine ve yatırımcısına 70.000 \$ tutarındaki yatırımı 355.000.000 \$ getiriye dönüştürmesine ilişkin bkz. **a.e.**, s. 75. Yatırımların son yıllardaki başarı ve getiri oranlarına ilişkin ise bkz. **a.e.**, s. 77.

²³³ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 4.

²³⁴ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 5.

²³⁴ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 4. Yatırımcılara sağlanacak finansal teşvik ve ayrıcalıkların ülke bazında yaşanacak ekonomik büyüme karşısında gayet mantıklı olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 12; Armour/Cumming, **Silicon Valley**, s. 4.

²³⁶ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 8.

Google, Amazon, Microsoft, Unilever gibi büyük şirketlerin kendi bünyesindeki çalışanlar ile çeşitli konularda faaliyet gösteren girişim şirketlerini ve onların ekibini biraraya getirdiği çalışmalar da ekosistemin bir parçasıdır²³⁷. Bu çalışmalar sayesinde, girişim şirketi gerekli sermayeye, dağıtım kanallarına ve bilgiye erişirken diğer şirket ise yeni yöntem ve fikirlere ulaşmaktadır²³⁸. Yine bu programların çoğu girişimcilere çalışma alanı, mentor, markete erişim gibi imkanlar sağlamaktadır²³⁹. Bunlara ek olarak, yapılan iş birliği henüz yeterince dikkat çekecek konuma ulaşamayan ilgili girişim şirketine bir miktar “sosyal kredibilite” sağlamak ve bir sonraki finansman turu için pozitif sinyal teşkil etmektedir²⁴⁰. Bu sebeplerle başarılı bir ekosistem için büyük şirketler ile girişim şirketleri arasında (corporate-startup cooperation) iş birliğine elverişli bir ortam önem taşımaktadır. Öte yandan şirketlerle yapılacak bu tarz iş birlikleri girişim şirketleri bakımından her zaman cazip olmamaktadır. Bunun temelinde yapılan iş birliğinin sona ermesinde “başarısızlıktan mı sona erdi” sorusu ve onlarla süren iş birliği kapsamında başka şirketlerin devreye girmekte çekimser kalması gibi ihtimaller bulunmaktadır²⁴¹. Kamusal girişim sermayesi programlarının ise ilgili girişim şirketine sağladığı katkı bizzat yapılan yatırım veya teşviğin ötesine geçmekte olup diğer özel sektör yatırımcılarına bir çeşit “kalite kontrol damgası” işlevi sunmaktadır. Şöyle ki, kamusal girişim sermayesi programlarında başarı gösteren girişim şirketleri yatırımcılar nezdinde “vitrine” çıkmakta ve belirli başarı kriterlerine ulaştığını ortaya koymaktadır²⁴². Burada özellikle yukarıda bahsettiğimiz, yatırımcı ve girişimci arasındaki kendine özgü menfaat dengesi unsurlarından olan “şüphe” faktörünün aşıldığı ve yatırımcıların daha rahat bir şekilde yatırım kararı verebilecek hale geldiği belirtilmektedir²⁴³.

²³⁷ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 18. Ayrıca TechStars ve Plug and Play isimli kuruluşlar tarafından da dikkate değer hızlandırma programı ve kuluçka merkezleri kurulduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 19.

²³⁸ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 19.

²³⁹ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 20.

²⁴⁰ Yabancı bir girişim sermayesi yatırım fonu kurucusu olan Stephane Nasser’le yapılan sohbet sırasında paylaştığı uygulamaya ilişkin bir gözleminden hareketle yapılan bir tespittir.

²⁴¹ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 22. Buna karşılık birçok şirket artık sıradan bir birleşme devralma işleminden farklı olarak odak noktasına girişim şirketinin menfaatini alması gerektiğini fark etmiş ve artık bu girişim şirketlerini “asimile” etmekten vazgeçerek girişimcilerin CEO gibi görevlerine devam etmelerine izin vermeye başlamıştır. Bu yönde bkz. **a.e.**, s. 23.

²⁴² Lerner, **Public Venture Capital**, s. 77.

²⁴³ Lerner, **Public Venture Capital**, s. 77. Bu bakımdan örneğin sağlık bakanlığı veya milli savunma bakanlığı gibi kuruluşların sağlık ve bilgi teknolojileri alanında yeni gelişen veya ihtiyaç duyulan

Avrupa örneğinden hareketle vurgulanması gereken bir ekosistem bileşeni girişimcilere yönelik “anlayış” veya “girişimcilik kültürüdür”. Yukarıda belirttiğimiz üzere, girişim şirketleri gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belli olmayan ancak gerçekleştiği takdirde önemli faydaları olacak fikirler üzerine inşa edilmekte ve girişim sermayesi yatırımları da tam bu sebeple “riskli” yatırımlar olarak adlandırılmaktadır. Dolayısıyla bir girişimcinin kurduğu girişim şirketinde başarısız olması gayet normal bir durumdur. Buna karşılık Avrupa’da girişimcinin başarısız bir girişimde bulunmasının o ülkedeki kariyerini bitirebilecek bir hata olarak algılandığı ve bu sebeple girişimcilerin sadece devlet teşvikleri ve FFF (aile, arkadaş ve ahmaklar) olarak anılan küçük bir çevreden finansman sağladığı belirtilmektedir²⁴⁴. Ancak belirtmek gerekir ki bu tercih girişimcileri müşterileriyle ilişkilerine daha sıkı bağlanmaya ve geri dönüşlere daha çabuk cevap verebilmeye yönelterek daha başarılı bir sonuç elde edilmesine de vesile olabilmektedir²⁴⁵.

Yukarıda açıkladığımız üzere, birçok toplumda, girişimlerin tekrar tekrar kurulabileceği, başarısız bir girişimin sonraki başarılı girişimden önceki durak olabileceği anlayışı yeterince benimsenememektedir. Bu durum iflas hukuku kurallarına da yansımaktadır. İflas hukuku kapsamındaki yaptırımlar ne kadar ağır olursa, girişimcilerin girişimde bulunmasının o kadar zor olduğu ve yine iflas kuralları ne kadar liberallik arz ediyorsa yatırımcı talebinde o kadar artış olduğu belirtilmektedir²⁴⁶. İflas eden girişimcinin kolaylıkla yeni girişimde bulunmasına olanak tanımayan düzenlemeler, diğer bir deyişle girişimcilerin başarılı olmak için “tek bir kurşunu” olması, her gün çok sayıda yeni girişimcinin dahil olmasını hedefleyen “girişim ekosistemini” oluşturmak için bir engel teşkil edecektir²⁴⁷.

2. Sistem Örnekleri ve Çalışmalar

a. Amerika Birleşik Devletleri

alanları daha doğru tespit ederek finansal kuruluşlara kıyasla daha isabetli tercihlerde bulunabilecekleri hakkında **a.e.**, s. 78.

²⁴⁴ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 15.

²⁴⁵ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 16. Buna karşılık sağlık gibi faaliyete geçmeden önce belirli bir nakit akışı ve sermaye gerektiren alanlarda sözkonusu fayda elde edilemeyecektir. Bu yönde bkz. **a.e.**, s. 16.

²⁴⁶ Armour/Cumming, **Silicon Valley**, s. 7 ve 19. Başarısız olduğu takdirde, riskli bir iflas süreci ve parasız kalma riskini bir arada gören kişilerin mevcut maaşlı işini terk ederek girişimde bulunma ihtimalinin azaldığı yönünde bkz. **a.e.**, s. 9.

²⁴⁷ Armour/Cumming, **Silicon Valley**, s. 8.

Girişim ekosisteminde önemli bir eşik ve hedef olan 1 milyar dolar değerlemeye ulaşan (unicorn) şirketler incelendiğinde bunların çok büyük bir kısmının Amerika Birleşik Devletleri kökenli olduğu görülmektedir²⁴⁸. Silikon Vadisi’ndeki girişim şirketlerinin çoğu ABD şirketler hukukundaki serbestliği yansıtan ve girişim şirketleri için her zaman tercih sebebi olan Delaware hukuku’nu tercih etmekte ve şirket kuruluşunu burada gerçekleştirmektedir²⁴⁹. Öyle ki, genel uygulamadan ayrılarak farklı bir eyalet veya ülkede kuruluş gerçekleştirildiği örneklerde bile nihayetinde Delaware’de yeniden kuruluş yapılmasıyla karşılaşmaktadır²⁵⁰. Bir adım daha ileri giderek, birçok taslak metnin Delaware hukuku gözetilerek hazırlandığı belirtilmektedir²⁵¹.

Silikon Vadisi’ni birçok ülke tarafından örnek alınacak derecede başarılı kılan husus, sadece esnek bir mevzuatla sınırlı olmayıp bu esnekliğe yön veren kültürel, ekonomik ve sosyal bir bütünlük arz eden, yetenek, fikir ve fırsatların etkileşimiyle oluşan “ekosistem” özellikleridir²⁵². İnovasyona en elverişli organizasyon yapısı hiyerarşik ve yatay yapılanmalardan arınmış, iletişime açık ve “en iyi fikrin kazanması” kültürünü benimsemiş, dolayısıyla hızlı karar alabilecek çevik organizasyonlardır²⁵³. Bu sebeple, yukarıda açıkladığımız üzere, inovasyon hedefi taşıyan ancak belirli bir büyüklüğün üzerinde olan şirketler çevik operasyonlarından faydalanmak üzere girişimcilerle iş birliği geliştirmeyi tercih etmektedir. Bu iş birliği özellikle Silikon Vadisi’ndeki ekosistemin temel taşlarından birisidir²⁵⁴. Dolayısıyla bir yandan sözleşme serbestisine sonuç bağlayan esnek kuralları olan, öngörülebilir ve hukuk güvenliğini haiz bir hukuk sistemi, diğer yandan şirketler, girişimciler, akademi/uzmanlar²⁵⁵ arasındaki işbirliğinden oluşan ekosistem ve girişimcilik kültürü Silikon Vadisi’ni diğer sistemlerle rekabette öne çıkaran hususlardır²⁵⁶.

²⁴⁸(Çevrimiçi), <https://www.cbinsights.com/research-unicorn-companies>, SET 15.07.2022.

²⁴⁹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 597; Nitekim girişim sermayesi yatırımlarında esneklik ve sözleşme serbestisinin taşıdığı önem hakkında bkz. Lerner, **Public Venture Capital**, s. 81.

²⁵⁰ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 602.

²⁵¹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 602.

²⁵² Bu yönde ve ayrıca böyle bir ortamda inovasyonun kendiliğinden gerçekleşeceği yönünde bkz. Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 5.

²⁵³ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 18.

²⁵⁴ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 18.

²⁵⁵ Bu bakımdan kanaatimizce özellikle Stanford Üniversitesi’ne ayrı bir parantez açmak gerekmektedir. Dünyanın en saygın üniversitelerinden biri olan Stanford, Silikon Vadisi ile birçok

ABD sistemine ilişkin ayrıca detaylı açıklamalara yer vermeyi tercih etmiyoruz; zira çalışmamızın kalan kısmında değindiğimiz hususlar veya açıklanan diğer sistem çalışmaları özünde ABD sistemindeki unsurların ne ölçüde ve ne şekilde benimsenebileceğine ilişkindir. Örneğin Amerikan sermaye piyasası ve menkul kıymet anlayışı, yönetim kuruluna tanınan yetkilerin genişliği, genel olarak sermaye sistemi yapısı, Avrupa ülkelerinin hukuk sistemleriyle tam örtüşmemekte olduğundan ilgili ülkeler düzenleme yaparken hedeflenen fayda ile mevcut sistemleri arasında bir denge gözetmekte ve buna göre değişiklikler yapmaktadır.

ABD sistemine ilişkin burada özel olarak açıklama yapılmamakla birlikte, çalışmanın neredeyse tamamında yeri geldikçe ABD'deki duruma yer verilmiştir. Bu kapsamda genellikle Delaware üzerinde durulmuş ise de Wyoming, Nevada, California, New York ve New Jersey bölgelerinin de ABD girişim ekosistemi bakımından başarılı örnekler olarak zikredildiğini belirtmekle yetinelim.

b. Avrupa Birliği

Avrupa Birliği, Avrupa'daki girişim sermayesi ekosistemindeki gelişimin oldukça yavaş ilerlediğini fark etmiş ve konuyu toplu bir şekilde ele almaya karar vererek²⁵⁷ “Startup Scaleup” hareketini başlatmıştır²⁵⁸. Bu bakımdan bugüne kadar kamusal yatırım niteliğindeki destekleri uygulamaya koyan Avrupa Birliği çalışmalarına European Investment Bank (EIB), Investment Fund (EIF)²⁵⁹, European Angels Fund (EAF)²⁶⁰, SME Investment Grant²⁶¹ örnek verilebilir. Yine önemli bir finansman projesi olarak Horizon Europe 2027 yılına kadar faaliyet gösterecektir²⁶².

ortak çalışma yürütmekte ve mezunlarını burada girişimci olmak için hazırlamaktadır. Nitekim çok sayıda önemli girişim bu üniversitenin mezunları tarafından hayata geçirilmiştir.

²⁵⁶ Bkz. ve karşı. Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 24.

²⁵⁷ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 7.

²⁵⁸ European Commission, **Europe's next leaders: the Start-up and Scale-up Initiative**, (Çevrimiçi), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0733&from=EN>, SET 15.07.2022; Bu hareketin temel noktasının Silikon Vadisi'ni referans almak ve Amerika'nın unicorn şirket sayısındaki üstünlüğüyle rekabet etme hedefi olduğu yönünde bkz. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 600.

²⁵⁹ Özel sektör yatırımcılarıyla co-investing (birlikte yatırım) yöntemini uygulayarak onların riskini düşüren EIF'in katalizör niteliği taşıdığı hakkında bkz. Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 8.

²⁶⁰ EAF farklı olarak yatırımları tek tek seçmektense bizzat başarılı melek yatırımcıları tespit ederek onların yatırımlarına destek olmaktadır. Hemen yukarıda adı geçen EIF de buna benzer bir yöntemi Pan-European VC Fund of Funds isimli programıyla gerçekleştirmektedir. Bu açıklamalar için bkz. **a.e.**, s. 8.

Avrupa Birliği, girişim şirketlerini sadece sürdürülebilir ve dijital bir ekonomi için gerekli bir araçtan öte iklim değışikliği, kaynak sorunları gibi alanlarda çözüm getiren birer dijital ve ekonomik egemenlik aracı olarak değerdendir²⁶³. Özellikle küresel anlamda dünyanın geleceği için ortak bir hedef olan yeşil ve sürdürülebilir bir dünya²⁶⁴ için girişim şirketlerinin önemli birer enstrüman olduğu ifade edilmektedir²⁶⁵.

Çalışmamızın kaleme alındığı dönemde yeni atlatılan veya atlatıldığı varsayılan Covid-19 pandemi süreciyle birlikte, Avrupa Birliği girişim şirketlerinin Avrupa ekonomisinin geleceğinde kilit rol oynadığını vurgulamakta; dünyanın ihtiyaç duyduğu inovasyonların ve çalışma fırsatlarının bu şekilde yaratılabileceğini öngörmektedir²⁶⁶. Bu bağlamda EU Startup Nations Standard of Excellence isimli Avrupa ülkeleri için en iyi uygulamaların belirlenmesi hedefiyle çalışacak bir organizasyon kurulmasına karar verilmiştir. Bu kuruluşun önerdiği adımlar şu şekildedir²⁶⁷:

1. *Kolay kuruluş*: Girişimcilere çevrimiçi ve çevrimdışı şirket kurma olanaklarının tanınması gerektiği, 100 Euro sermayeden fazla bir asgari sermaye öngörülmemesi ve kuruluş işlemlerinin istisnalar haricinde 1 haftayı geçmemesi önerilmektedir. Buna ek olarak Avrupa Birliği'nin uzun zamandır çeşitli vesilelerle vurguladığı tek pazar (single market) politikasına paralel şekilde AB üyesi bir ülkede kurulan girişim şirketinin kuruluş evraklarının diğer AB ülkelerinde de aynı şekilde kabul görmesi hedeflenmektedir.

²⁶¹ “İnovatif startup” tanımına girebilecek olan girişimler için erken aşama finansmanı yapan bir program olup kamunun doğrudan finansman sağlayabileceği bir yöntemdir. Açıklamalar için bkz. **a.e.**, s. 8 vd.

²⁶² (Çevrimiçi), https://ec.europa.eu/info/research-and-innovation/funding/funding-opportunities/funding-programmes-and-open-calls/horizon-europe_en, SET 15.07.2022; Ayrıca diğer finansman programları için bkz. (Çevrimiçi), https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/financing-investment/financing-programmes-smes_en, SET 15.07.2022.

²⁶³ European Commission, **An SME Strategy for a Sustainable and Digital Europe**, (Çevrimiçi) https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/communication-sme-strategy-march-2020_en.pdf, SET 15.07.2022, s. 1.

²⁶⁴ Detaylı bilgi için bkz. (Çevrimiçi), https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en, SET 15.07.2022.

²⁶⁵ European Commission, **SME Strategy**, s. 2.

²⁶⁶ EU, **Declaration on the EU Startup Nations Standard of Excellence** (Çevrimiçi), <https://startupnationsstandard.eu/#:~:text=The%20Startup%20Nations%20Standard%20is,conditions%20to%20scale%20even%20bigger>. SET 15.07.2022.

²⁶⁷ EU, **Standard of Excellence**

2. *Pazara erişim:* İlgili ülkelerdeki tüm idari düzenlemeler ile finansman olanaklarına tek bir yerden ulaşılabilecek bir internet adresi düzenlenmesi ve yabancı girişimcilere pazara giriş aşamasında mevzuat vb. konularda tanıtım yapacak bir çevrimiçi danışmanlık birimi kurulması önerilmektedir.
3. *İşgücü:* Belirli şartlarla kurucular ve tecrübeli çalışanlara verilecek çalışma izni prosedürlerinin 1 ay içinde tamamlanması ve teknoloji alanında bilgili Avrupa Birliği ülkesi vatandaşlarının ülkeye dönüşü için teşvikler yapılması önerilmektedir.
4. *Opsiyonlar:* Opsiyonların önceden değil, ilgili meblağın ödenmesi anında muhasebeleştirilmesi ve sermaye kazancı vergisine tabi tutulması önerilmektedir. Buna ek olarak girişim şirketlerine, “oy hakkından yoksun” hisse çıkarmaya elverişli opsiyon ihraç etme imkânı tanınması ve bu suretle azınlık pay sahiplerinin oluşturacağı yüklerden kurtulunması imkânı planlanmaktadır.
5. *Regülasyon:* Girişim şirketlerini ekstra idari prosedürlerle yük altında bırakmamak, düzenleyici test alanı (regulatory sandbox)²⁶⁸ kurmak önerilmektedir.
6. *Teknoloji Transferi:* Girişimlerin fikri mülkiyet haklarına²⁶⁹ ilişkin hak sahipliği durumları ile üniversite ve diğer araştırma kuruluşlarının girişim şirketi kurma yolundaki engellerinin kaldırılması ve açık kaynak bilgi platformlarının desteklenmesi vurgulanmaktadır.
7. *Finansman:* Doğrudan veya dolaylı yatırımlar ile vergi avatanjları önerilmektedir.
8. Yukarıda sayılanlara ek olarak iflas rejimi bakımından da çeşitli düzenlemeler Startup Scaleup hareketi kapsamında önerilmektedir²⁷⁰.

c. Birleşik Krallık

²⁶⁸ Düzenleyici kuruluşların kontrolünde olan ve ilgili sektörlerde -genellikle fintech- belirli bir serbestlik alanında uygulama geçerek inovasyonun etkileri ve regülasyon ihtiyacı hakkında gözlem imkânı veren yapılarıdır. Inovasyonun regülasyondan hızlı geliştiği alanlarda bu hız farkının olumsuz etkilerini minimuma indirmek için tercih edilmektedir.

²⁶⁹ Bu konuda detaylı bir çalışma öngörüldüğü hakkında bkz. European Commision, **An SME Strategy for a Sustainable and Digital Europe**, s. 4.

²⁷⁰ European Commision, **Startup Scaleup**, s. 5.

Birleşik Krallık, özel sektör yatırımcılarını girişim şirketlerine yöneltmek için çeşitli vergi avantajlarını da içeren Seed Enterprise Investment Schemes (SEIS)²⁷¹ ve Enterprise Investment Scheme (EIS)²⁷² isimli yatırım planları oluşturmuştur. Birleşik Krallık tarafından yapılan çalışmalarda en dikkat çeken husus düzenleme deneme alanlarını (regulatory sandbox) oldukça başarılı bir şekilde uygulamasıdır. Finans dünyasına yön veren Birleşik Krallık finans sektörünü teknolojiyle birleştiren fintech alanındaki gelişmelerden geri kalmamak adına fintech alanında önemli ve örnek bir düzenleme deneme alanı kurmuştur²⁷³. Düzenleme deneme alanları sayesinde ilgili uygulama sınırlı ve izin verilen bir alanda devam etmekte ve aynı zamanda yapılacak regülatif müdahalelerin etkileri gözlemlenebilmektedir.

d. İtalya

Girişim sermayesi politikalarının ekonomik faydalarını keşfeden ve bu konuda köklü reformlar yapan ülkelerden biri de İtalya'dır. İtalya'nın 2012 yılında yaptığı ve daha sonra 2015-2017 yılında yenilediği reformları örnek alınacak niteliktedir. Gerçekten reform tarihlerinde değerlendirme yapan uzmanlar, o tarih itibariyle daha iyi bir uygulama için eleştirilerde bulunmuş ancak 2022 yılında hazırladıkları bir değerlendirmede İtalyan reformunun hedefe ulaştığını ve diğer Avrupa ülkeleri tarafından örnek alınabileceğini belirtmiştir²⁷⁴.

İçinde bulunulan derin ekonomik krizden kurtulmak amacıyla yapılan 2012 reformu, hızlandırıcı, kuluçka merkezi, girişim şirketleri ve girişim sermayesi yatırımcılarından oluşan alanında uzman 12 kişilik ekibin hazırladığı Restart Italia²⁷⁵ raporuyla başlamıştır²⁷⁶. Çalışan pay opsiyonları, girişim şirketleri bakımından daha esnek sermaye şartları, borç sermaye karması sözleşmeler, ekosisteme uygun hak ve

²⁷¹ (Çevrimiçi), <http://www.seis.co.uk>, SET 15.07.2022.

²⁷² (Çevrimiçi), <https://www.gov.uk/government/publications/the-enterprise-investment-scheme-introduction/enterprise-investment-scheme>, SET 15.07.2022.

²⁷³ (Çevrimiçi), <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/regulatory-sandbox>, SET 15.07.2022.

²⁷⁴ Paolo Giudici, Peter Agstner, Antonio Capizzi, "The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience", **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Law Working Paper No: 662/2022, s. 3.

²⁷⁵ (Çevrimiçi), https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/startup_eng_rev.pdf, SET 17.07.2022.

²⁷⁶ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 614.

opsiyonların farklı sınıflardaki pay senetleriyle öngörülebilmesi²⁷⁷, iflas hukuku ve kitle fonlaması düzenlemelerini içeren rapor, 2012 yılında “Growth Decree” isimli kanunlaşma sürecini hazırlamıştır²⁷⁸.

Uzun süredir girişim sermayesi politikalarından faydalanarak ekonomik başarı elde etmeyi hedefleyen İtalya, çözüm olarak yeni bir şirket tipi yaratmaktansa ABD’nin Limited Liability Company (LLC) yapısını merkezine alarak Almanya’daki GmbH ve Türkiye’deki limited şirket tipinin karşılığı olan mevcut SRL (società a responsabilità limitata) şirket tipine ilişkin yeni kurallar öngörmeyi tercih etmiştir²⁷⁹. Yapılan değişiklikler sonucunda girişimlere özel SME SRL türü yaratılarak anonim şirketin (SPA) serbestliği ve limited şirketin (SRL) kolay yönetim ve daha uygun sermaye şartları gözetilerek bir ara tür yaratılmış olup bu tercih hakkında İtalyan hukuku’nun Avrupa’dan ziyade Delaware’den etkilendiği yorumları yapılmıştır²⁸⁰. İlk etapta İtalya’yı SRL konusunda düzenleme yapmaya iten husus, SRL’lerin halka arz suretiyle dış finansman sağlamasına ve farklı hisse gruplarının yaratılmasında öngörülen ve girişim sermayesi yatırımcılarının yatırım yapmasına engel teşkil eden yasaklardır²⁸¹. 2015-2017 reformlarında ise başlangıçta “inovatif” girişim şirketleri için gelen düzenlemeler KOBİ’lere genişletilmiş ve hatta de-facto olarak tüm limited şirketler (SRL) bakımından uygulanır hale gelmiştir²⁸².

Bunun haricinde çalışanların emeklerini sermaye olarak koyabilmesi (“work for equity”), borç sermaye karması sözleşmeler, girişim sermayesi yatırımlarında sık karşılaşılan imtiyaz ve opsiyonlara elverişli pay sınıfları ihraç edebilmek, pay edindirme uygulamalarını hayata geçirebilmek için şirketin kendi paylarını geri alabilmesi imkanı, iflas rejiminde esneklik, kitle fonlaması gibi birçok noktaya temas eden toplu bir reform yapılmıştır²⁸³.

e. Diğer Ülkeler

²⁷⁷ Girişimci için performansa dayalı, yatırımcı için ise “çekirdek” hisse senedi ihraç etme imkanından bahsedilmektedir.

²⁷⁸ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 614.

²⁷⁹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 600.

²⁸⁰ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 597.

²⁸¹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 611.

²⁸² Giudici/Agstner, **Startups**, s. 617.

²⁸³ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 616 vd.

Almanya’da girişim şirketi (unternehmergesellschaft-UG) öngörülmüş ve asgari sermaye şartı kaldırılmıştır. Benzer şekilde Belçika, İspanya, Hollanda ve Danimarka gibi ülkelerde -aşağıda kuruluş başlığında açıklayacağımız üzere- asgari sermaye şartında esnemeler yaşanmıştır. Estonya²⁸⁴, İsviçre²⁸⁵, Singapur²⁸⁶, Virgin Adaları²⁸⁷ ve kısmen Hong Kong²⁸⁸ da çeşitli yönlerden girişim sermayesinin ilgisini çeken ülkeler arasındadır.

D. Türkiye ve Düzenleme Beklentisi

Kıta Avrupası hukuk sistemi, yılların birikimi niteliğinde bir hukuk geçmişine dayanmaktadır. Gerek Avrupa gerek Türkiye’de bugünün ihtiyaçlarına cevap vermekten yoksun kalan ve o dönemki finansal şartlar doğrultusunda şekillenen kanun hükümlerine zaman içerisinde ufak değişikliklerle “yama” yapılmaya çalışılmıştır. Ancak köklü bir regülasyon faaliyeti olmadığı müddetçe yatırımcı ve girişimcinin bu alanda ihtiyaç duyduğu hukuki ve finansal enstrümanlarla uyumlu bir altyapı kurmak kolay olmayacaktır²⁸⁹. Buna ek olarak, yapılacak çalışmalarda belirli bir yerden “tamamen kopyalama” yapmak da isabetli bir tercih değildir; zira yukarıda açıkladığımız üzere ekosistem kavramı regülasyon haricinde birçok kültürel, ekonomik faktörü bünyesinde barındırmaktadır. Bu sebeple birçok ülkenin örnek aldığı Silikon Vadisi’nin dahi bir kalıp olarak esas alınmasının doğru olmayacağı ve yapay zekâ ekosistemi gibi sektörel bazlı özelliklerin gözetildiği detaylı çalışmaların da yapılması önerilmektedir²⁹⁰.

Girişim sermayesi politikalarının ekonomik olarak iki yönü bulunmaktadır. Doğru bir ekosistem oluşturulduğu takdirde, bir yandan yerli girişimci ve

²⁸⁴ (Çevrimiçi), <https://startupestonia.ee/why-estonia>, SET 17.12.2022.

²⁸⁵ İsviçre özellikle kripto varlık girişimleri için elverişli bir ekosistem oluşturmıştır.

²⁸⁶ Özellikle kripto ve fintech sektörleri için elverişli bir sisteme sahip olan Singapur 2020 yılı itibarıyla Deeptech girişimleri için de teşviklere başlamıştır.

²⁸⁷ Hukuk sistemi olarak Delaware hukukunu temel alan Virgin Adaları ayrıca vergisel avantajlarıyla ünlüdür. Detaylı bilgi için bkz. (Çevrimiçi), https://www.careyolsen.com/sites/default/files/CO_BVI_Corp_why%20incorporate%20a%20startup%20in%20the%20BVI_7.17.pdf, SET 17.12.2022.

²⁸⁸ Fintech sektöründe iAM Smart inisiyatifi başlatılmıştır. Sanal bankacılık, sanal sigortacılık, dijital varlık yönetim ve danışmanlık şirketleri, kripto varlık platformları, fintech, sürdürülebilir finans gibi konularda düzenlemeler yapılmıştır. Detaylı bilgi için bkz. (Çevrimiçi), <https://iclg.com/practice-areas/fintech-laws-and-regulations/hong-kong>, SET 17.12.2022.

²⁸⁹ Benzer yönde bkz. “Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe)?”, **European Business Organization Law Review**, 20, 2019, s. 597-632, s. 598.

²⁹⁰ Fenwick/Skultetyova/Vermeulen, **Venture Capital**, s. 5.

yatırımcıların yurtdışına “kaçışı” önlenirken, diğer yandan yabancı yatırımcı ve girişimciler için cazibe merkezi yaratılarak ilgili fon ve işletmelerden ekonomik fayda sağlamak mümkündür. Ancak bu noktada başarılı sistemlerle rekabet edebilecek bir sistem kurmak zorunluluk arz etmektedir. Zira yabancı yatırımcı ve girişimci, kendi ülkesinde veya diğer yabancı ülkelerde tecrübe veya tespit ettiği avantajları Türkiye’den de bekleyecektir. Aynı şekilde, yerli girişimci ve fonlar da dünyadaki gelişmeleri çok iyi takip etmekte olduğundan yabancı sistemleri Türkiye ile karşılaştırmakta ve bu şartları kendi ülkesinden de beklemektedir. Dolayısıyla Türkiye, yabancı ülkelere geri kalmayan, bilakis çok daha ileri seviyede ve öncü bir sistem kurmalıdır.

Yabancı ülkelere bakıldığında, ABD’de Harvard Üniversitesinin katkılarıyla Route 128 isminde Silikon Vadisi benzeri farklı ekosistem çalışmaları olduğu görülmektedir. Bu çalışmalar ABD eyaletleri arasında bile burada açıkladığımız rekabetin yaşandığını göstermektedir. Avrupa ülkelerine bakıldığında ise bazı ülkelerde sektör bazlı teşvik ve ekosistem çalışmalarının olduğu; bazı ülkelerde ise genel olarak “ufak iyileştirmeler” yapıldığı görülmektedir. Ancak büyük bir “reform” İtalya haricinde söz konusu değildir. Avrupa Birliği nezdinde yürütülen çalışmaların bu bakımdan daha kapsamlı olduğu söylenebilir ancak girişim sermayesine ilişkin gerçekten “reform” nitelikli çalışma İtalya tarafından yapılmıştır. Buna ek olarak yukarıda ifade edildiği üzere, İtalyan reformunun uzmanlar tarafından hedeflenen başarıya ulaştığı belirtilmektedir.

Türkiye’de hem özel sektör hem kamu tarafında girişim sermayesi politikalarına ilişkin bir regülasyon beklentisi olduğu görülmektedir. Ekosistem paydaşlarının belirli talepleri olduğu gibi, çoğu kamu otoritesi tarafından yapılan açıklamalardan veya strateji belgelerinden yakın zamanda bu konuda düzenleme beklentisi olduğu anlaşılmaktadır. Örneğin Cumhurbaşkanlığı 2023 Strateji Belgesinde blokzincir tabanlı dijital merkez bankası parası (tedbir 249.5), fintech için düzenleme deneme alanı ve mevzuat geliştirmeleri (tedbir 250.2), teknoloji ve yenilik odaklı yatırımların desteklenmesi amacıyla girişim sermayesi sistemini geliştirmek (tedbir 302), destek için Sanayi Bakanlığı bünyesinde fonlara fon oluşturmak (tedbir 302.1), teknoloji tabanlı girişimlere yönelik GSYF’leri güçlendirmek (tedbir 302.3), bölgesel girişim sermayesi uygulamaları (tedbir 302.5),

danışmanlık, pazarlama, stratejik ortaklık ve girişim sermayesine erişim gibi faaliyetlerin desteklenmesi için Teknoloji Ticarileştirme Programı başlatmak (tedbir 322.7, 322.11, 322.14), büyük şirketler ve girişim şirketleri arasında işbirliğini geliştirecek önlemler (tedbir 352.1, 352.2, 352.3), üniversitelerle yürütülen projelerde girişimcinin belirli masraflardan kurtarılması (tedbir 358.2), kuruluştan ölçeklenerek kurumsallaşmaya kadar tüm aşamalara hitap eden Girişim Destek Paketi başlatmak (tedbir 450), fikri hakların korunmasına ilişkin mevzuat güncellemesi (tedbir 456.5), yeni teknoloji alanlarında fikri mülkiyet haklarına ilişkin dünyadaki gelişmelere uygun hukuki altyapı kurmak (tedbir 456.7) gibi hedefler öngörülmektedir. Benzer şekilde Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından hazırlanan Ulusal Teknoloji Girişimciliği Stratejisi Eylem Planı'na bakıldığında, uygulama sorunlarına temas eden mevzuat iyileştirmesi (n. 1.1), kamusal fon desteği (n. 4), kitle fonlamasının desteklenmesi (n. 7), genel mevzuat değişiklikleri (n. 8), bir cazibe merkezi olarak İstanbul Girişim Merkezi kurulması (n. 20) gibi çalışmamızda vurguladığımız hususların hayata geçirilmesinin hedeflendiği görülmektedir. Yine çalışmamızda özel olarak yer verdiğimiz, paya dönüştürülebilir finansman araçları (n. 5.2) ve şirket kuruluşuna ilişkin (n. 11)²⁹¹ detaylı çalışmalar hedeflenmektedir. Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı tarafından çıkarılan Teknogirişim Stratejisi'nde de benzer vurgular bulunmaktadır. Sözkonusu tedbirlerin AB Start-up Scale-up İnisyatifi ile paralel olduğu da söylenebilir.

Sektör odaklı regülasyonlardan önce girişim ekosisteminin temelini doğru atılması gerektiği kanaatindeyiz. Bu bağlamda doğru bir ekosistem kurgusu için atılması gereken ilk adım ekosistemin odak noktası olan girişim şirketlerine ilişkin hukuki düzenlemelerin yapılması ve bu suretle ekosisteme uygun bir altyapı oluşturulmasıdır.

Çalışmamızın başlıca amacı, bir sonraki bölümde, girişim şirketlerine ilişkin yapılması gereken kanuni düzenlemeler hakkında karşılaştırmalı hukuk ve uygulamadaki ihtiyaçlar çerçevesinde kapsamlı önerilerde bulunmaktır.

²⁹¹ Bu husus Eylem Planı metninde dijital şirket olarak isimlendirilmiş olup teknoloji ve yenilik tabanlı faaliyet yürüten girişimler için özel olarak kuruluş ve tasfiye prosedürlerinin hafifletildiği, vergisel avantajları olan özel bir şirket türü olarak ifade edilmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM ŞİRKETLERİNE İLİŞKİN UYGULAMADA KARŞILAŞILAN HUKUKİ SORUNLAR

1. Kuruluş

A. Genel Olarak

Şirketler hukukunda farklı ekonomik menfaatlere yönelen farklı şirket tipleri öngörülmüş olup bu şirket tiplerinin sınırlı sayıda (numerus clausus) olması benimsenmiştir²⁹². Girişimcilerin kuruluş aşamasında, ekonomik ve ticari beklentilerine göre bir tercih yapması gerekmektedir. Girişimci ilk etapta gerçek kişi tacir (uygulamadaki tabirle şahıs -ticari- işletmesi) olarak faaliyet göstermek veya şirket kurmak arasında bir tercih yapmak durumundadır. Bu tercih, şahit olduğumuz kadarıyla, henüz erken aşamada bulunulması sebebiyle, yapılan masrafin ekonomik getiri sağlayıp sağlamayacağı tereddüdü ve masraftan kaçınmak veya “şimdilik bir başlayalım, şirket meselesine ileride bakalım” şeklindeki düşüncelerin etkisiyle genellikle bilinçsiz bir biçimde yapılmaktadır. Dolayısıyla birçok girişimci başlangıç aşamasındayken bir süre şirket kurmadan faaliyete geçmektedir. Bu düşüncelerin temelinde yer alan hususların başlıcası, kanaatimizce şirket kuruluşundaki asgari sermaye şartı ve kuruluş masraflarıdır. Şöyle ki, girişimcinin yola çıkarken sahip olduğu en önemli sermaye “fikir”dir. Fikirden başka bir sermayesi bulunmayan girişimci, çok yüksek olmayan bir masraftan dahi imtina edebilmekte, gerekirse fikrinden vazgeçebilmektedir. Üstelik bu fikir her zaman fikri mülkiyet hukuku anlamında korunabilecek bir olgunluğa erişmemiş olabilir. Fikrin korunabilecek düzeyde somutlaşmasının yolu ise girişimcinin üzerinde daha çok çalışabilmesi ve dolayısıyla daha çok masraf yapmasıdır. Bu durumda girişimciler ellerindeki “tek atımlık kurşun” niteliğindeki sermayeyi daha çok bu masraflara ayırmaktadır. Öte yandan maddi kaynakları sınırlı olan girişimci, fikri henüz korunacak seviyeye ulaştırmadığı takdirde veya bu seviyeye ulaşsa bile uygulamada gerçek değeri tespit

²⁹² Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar I**, 14. bs., Vedat Kitabevi, İstanbul, 2019, n. 18; Abuzer Kendigelen, İsmail Kırca, **Şirketler Hukuku Cilt I**, 1. Bsk., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 1 vd.

etmesi güç olan bir “değerlemeye” tabi tutulması halinde, aynı sermaye teşkil eden “fikrinden” tam anlamıyla sermaye olarak faydalanamamaktadır. Özellikle fikrin gerçek değerinden oldukça düşük bir değerlemeye tabi tutulması ilerleyen aşamada girişim şirketinin yatırım alması halinde girişimcilerin menfaatlerini zarara uğratarak değerlemesinin düşük olmasına, ilerleyen dönemde yapılan yüksek değerlendirme kapsamında yatırım yapılacağı için mevcut pay bedellerinin seyrrelmesine ve - özellikle yabancı- yatırımcıların ikna edilmesinde güçlüklerle yol açabilmektedir.

Şirket kuruluş masrafları ve özellikle asgari sermaye tutarının -çalışmamızın yazıldığı enflasyonist dönem dahil olmak üzere- her türlü masrafı “iki kez” düşünerek yapan girişimci açısından yüksek meblağlar teşkil ettiği dikkate alınır, girişimcinin şirket kuruluşunu erteleme sebebi anlaşılabilir. Kaldı ki, maddi olarak görece daha uygun gözüken limited şirketi tercih etmek dahi girişimci için yeterli gelmemektedir. Zira GSYF (GSYF Tebliği m. 18/2), GSYO (GSYO Tebliği m. 21/2) veya kitle fonlamasıyla (Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/1 ve 20/7-(b)-2) ilgili düzenlemeler çerçevesinde yapılan yatırımları takiben anonim şirkete dönüşme zorunluluğu gündeme gelecek; melek yatırımcılar tarafından yapılacak yatırımlar bakımından ise en baştan anonim şirket yapısında olmak gerekecektir (BKS Yönetmeliği m. 26).

Girişimcinin yola tek başına çıkmadığı varsayımında, şartların oluşması halinde girişimci ve ekibi -açıkça kararlaştırmasa dahi- bir “şirket” kurmuş olabilir. Ancak bu şirket aşağıda açıklayacağımız anlamda bir ticaret şirketi olmayacak, özellikle anonim ve limited şirketlerin sağladığı faydaları sağlamayacak; bilakis, girişimcilerin tercih etmeyeceği bir yapıya dönüşecektir. Şöyle ki, BK m. 620’de “*iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendiği bir sözleşme*” olarak tanımlanan adi ortaklık ilişkisinin kurulabilmesi için amaç bakımından herhangi bir sınırlama, asgari sermaye veya yasal prosedür gerekmemektedir²⁹³. Bu ortaklık tipinin temel unsurlarından biri müşterek amaç ve bu müşterek amaç uğruna birlikte çaba göstermek (affectio societatis) olup “*ortaklardan birinin kişisel amacının diğer ortaklarca gerçekleştirilmesi gayesiyle*”

²⁹³ Poroy/Tekinalp (Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 70a; Nami Barlas, **Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2016, s. 7.

olan birliktelikler²⁹⁴ veya hatır amacıyla biraraya gelinmesi²⁹⁵ halleri adi ortaklık sayılmayacaktır. Ancak belirtelim ki, girişimcilerin yazılı veya açık irade beyanlarıyla adi ortaklık sözleşmesi akdetmesi muhtemel gözükmemektedir; nitekim taraflar ortaklığa karar verdiği takdirde, aşağıda açıklayacağımız sebeplerle, yüksek ihtimalle anonim veya limited şirket tercihi söz konusu olacaktır. Bu bakımdan adi ortaklığın örtülü irade beyanı yahut iradeyi ortaya koyan davranışlar vasıtasıyla vücut bulması mümkün olduğundan²⁹⁶ girişimciler açısından asıl olarak bu durum ihtimal dahilindedir. Ancak belirtelim ki, müşterek amaç ve müşterek amaç uğruna çaba göstermek şeklinde bir irade olmadığı takdirde sadece fiilen ortaklık varmışçasına hareket edilmesi adi şirket hükümlerinin uygulanması için yeterli değildir²⁹⁷. Adi ortaklığın tüzel kişiliğinin bulunmaması, işlemlere tüm ortakların katılması (veya temsil edilmesi) gerekliliği, elbirliği mülkiyeti, ticaret unvanı korumasından faydalanılamaması²⁹⁸, gelir vergisi mükellefinin ortaklar olması, borçlardan şahsen, birinci derecede, sınırsız ve müteselsilen sorumlu olunması sebepleri²⁹⁹ ile şirkete girme ve şirketten çıkmanın zorluğu³⁰⁰ değerlendirildiğinde adi ortaklığın girişimciler için uygun olmadığı görülecektir. Kanaatimizce, aşağıda açıklayacağımız üzere, girişimcilere uygun bir “girişim şirketi” tipinin öngörülmesi, girişimcilerin şirket kurmaksızın faaliyette bulunma oranlarını azaltacak ve bu hukuki tartışmayı fiilen önemsiz hale getirecektir.

B. Şirket Tipleri

1. Genel Olarak

²⁹⁴ Barlas, **Adi Ortaklık**, s. 27. Aynı zamanda müşterek amacın “kazanca katılmalı” hukuksal ilişkiler ile adi ortaklık arasındaki temel farklılık olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 26 ve s. 41. Bu noktada birlikte çaba gösterme yükümlülüğünün (affectio societatis) adi ortaklık sözleşmesinin asli edim yükümünü teşkil ettiği yönünde bkz. **a.e.**, s. 43.

²⁹⁵ Barlas, **Adi Ortaklık**, s. 41.

²⁹⁶ Poroy/Tekinalp (Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 70a; Söze dahi gerek kalmadan örtülü irade beyanı veya iradeyi ortaya koyan davranışlar ile adi ortaklık ilişkisinin kurulabileceği hakkında bkz. Barlas, **Adi Ortaklık**, s. 74.

²⁹⁷ Barlas, **Adi Ortaklık**, s. 60 vd.

²⁹⁸ Adi ortaklığın ticaret unvanına sahip olmasını öngören istisnai bir düzenleme için bkz. Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan 2009/2 sayılı “Ticaret Şirketlerinin Tüzel Kişiliği Bulunmayan Bir Ortaklık Yapısı ile İşlettikleri Ticari İşletmelerin Ticaret Siciline Tescili Hakkında Tebliğ”

²⁹⁹ Adi ortaklığın tüzel kişiliğinin olmaması sebebiyle doğan bu sonuçlar hakkında detaylı bilgi için bkz. Barlas, **Adi Ortaklık**, s. 87 vd.

³⁰⁰ Kendigelen/Kırca, **Şirketler Hukuku**, n. 4.

Sınırlı sayıda düzenlenen şirket tipleri, kooperatif, kollektif şirket, komandit şirket, limited şirket ve anonim şirket (TK m. 124/1 uyarınca toplu olarak ticaret şirketleri) ile adi şirketten ibarettir. Şirket kuruluşu aşamasında her bir şirketin özellikleri ve sağladığı imkanlar etraflıca değerlendirilmeli ve ihtiyaca uygun bir tercih yapılmalıdır. Bu bakımdan ilk olarak detaylıca açıkladığımız üzere, adi şirketin girişimciler için elverişli olmadığı söylenebilir. Benzer şekilde, *“Ortaklarının belirli ekonomik menfaatlerini ve özellikle meslek veya geçimlerine ait ihtiyaçlarını işgücü ve parasal katkılarıyla karşılıklı yardım, dayanışma ve kefalet suretiyle sağlayıp korumak amacıyla”* kurulan kooperatiflerin (4571 sayılı Kooperatifler Kanunu m. 1), girişim şirketi teşkil ettiği örneklerle sık karşılaşıldığı söylenemez. Ancak az kişilik ekiplerle yola çıkan girişimcilerin kooperatif şirket tipi aracılığıyla herkesin daha aktif olabileceği ve gelirin paylaşıldığı bir sistem kurguladığına istisnaen de olsa rastlandığını belirtelim³⁰¹. Benzer amaçlarla, anonim veya limited şirket olarak kurulan bir şirkette pay sahibi olmak üzere kooperatif kurulduğuna da istisnai olarak rastlanmaktadır³⁰². Kollektif ve komandit şirketler ise tüzel kişiliği haiz olması sebebiyle adi şirkete kıyasla tercih edilebilir gözükmemektedir. Ancak sınırsız sorumluluktan kurtulma imkânı bulunmaması sebebiyle bu şirketlere olan ilgi neredeyse tamamen ortadan kalkmıştır³⁰³. Azalan bu ilginin sadece girişimciler için değil; şirket kuracak tüm kişiler bakımından söz konusu olduğunu belirtelim. Gerçekten de gerek mevcut şirket sayısı gerekse de kurulan şirket sayısı istatistikleri karşılaştırıldığında bu durum açıkça görülmektedir. Örneğin 2022 yılı itibarıyla ilk 6 ayda kurulan kolektif şirket sayısı toplam 7, komandit şirket sayısı ise toplam 1 iken 8.334 anonim şirket, 58.176 limited şirket kurulduğu ve toplamda

³⁰¹ (Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/co-operatives-best-legal-framework-startup-investment-marc-wesselink>, SET 09.10.2022; Bu yönde ve bu sistemin yönetim ilişkileri sebebiyle sorun yaratabileceği hakkında bkz. (Çevrimiçi), <https://startups.co.uk/analysis/startup-cooperative-business/>, SET 09.10.2022. Nitekim İtalya’da da inovatif girişim şirketlerinin kooperatif tipinde olmasının mümkün olduğu hakkında bkz. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 615. Ayrıca örnek mahiyetinde bkz. (Çevrimiçi), <https://techcrunch.com/2019/08/05/not-your-typical-startup-how-being-a-cooperative-drives-our-business-and-product-development/>, SET 09.10.2022. Ayrıca bkz. (Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/startup-coop-framework-investments-floris-van-hoogenhuyze>, SET 09.10.2022.

³⁰² (Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/co-operatives-best-legal-framework-startup-investment-marc-wesselink>, SET 09.10.2022.

³⁰³ Kendigelen/Kırca, **Şirketler Hukuku**, n. 472. Bu tipin esasen hiçbir zaman ilgi görmediği ve hiçbir sistemde detaylıca düzenlenmediği yönünde bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1609.

10.694 kolektif şirket, 1.914 komandit şirket, 171.148 anonim şirket, 1.038.303 limited şirket istatistiklerine ulaşıldığı görülmektedir³⁰⁴.

Gerçekten sınırsız sorumluluktan kurtulamamak girişimci için oldukça korkutucu bir tablodur. Yeri geldiğinde “battıktan” sonraki sürecini (iflas sonrası) bile düşünen ve bu endişelerin önüne geçilebilmek için uluslararası alanda iflas kurallarının gözden geçirilmesi ihtiyacı vurgulanan girişimcilerin, sorumluluk riskini göze alarak gönül rahatlığıyla harekete geçmesi mümkün değildir. Bu sebeple kollektif ve komandit şirketlerin girişimciler bakımından tercih edilmeyeceğini belirterek, girişimci ve girişim şirketlerine odaklanan çalışmamızın kapsamını aşmamak adına kollektif ve komandit şirketlere ilişkin açıklamalarımıza burada son veriyoruz.

Girişimcinin şirket kuruluşunda anonim veya limited şirket tercih etmesi isabetli olacaktır. Bu tercihin temelinde sorumluluğun sınırlandırılması ve -girişimci tek başına yola çıktıysa- tek kişilik kuruluş imkanları yer almaktadır. TK m. 329/2’de anonim şirket pay sahiplerinin “*sadece taahhüt etmiş oldukları sermaye payları ile ve şirkete karşı sorumlu*” olduğu ifadesiyle anonim şirket pay sahiplerinin “sınırlı sorumluluk” imkanı düzenlenmiştir. Bu durumda pay sahibi olan kişilerin -tüzel kişilik perdesinin kaldırılmasını gerektiren bir durum olmadıkça- riske attığı meblağ sadece taahhüt edilen sermayeden ibaret olmaktadır. Limited şirketlere yönelik benzer bir düzenleme TK m. 573/2’de yer almakta ve ortakların sorumluluğu taahhüt edilen sermaye payı ile sınırlanmaktadır. Ancak 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun’un 35. maddesi limited şirket ortaklarının kamu borçlarından sorumluluğunu düzenleyerek bu kurala bir istisna getirmiştir³⁰⁵. Görüldüğü üzere, ufak farklılıklarla birlikte anonim ve limited ortaklıklar bakımından pay sahibinin –kural olarak yalnızca şirkete karşı- sınırlı sorumluluğu ilkesi kabul edilmiştir. Bu durum şüphesiz risk olarak girişimde bulunan girişimciler için bir tercih sebebi olacaktır.

³⁰⁴(Çevrimiçi)<https://ticaret.gov.tr/data/6214a18c13b876b4f0182f30/MERS%C4%B0S%20Verileri.pdf> SET 13.08.2022. Detaylı istatistiki bilgiler için ayrıca bkz. (Çevrimiçi) <https://tobb.org.tr/BilgiErisimMudurlugu/Sayfalar/KurulanKapananSirketistatistikleri.php> SET 13.08.2022 ve mükellef istatistikleri için (Çevrimiçi) <https://gib.gov.tr/kurumsal/stratejik-yonetim/faaliyet-raporlari> SET 13.08.2022; ayrıca Almanya’daki limited ortaklık sayısının artma ve anonim ortaklık sayısının azalma eğilimi hakkında bkz. ve karşı. Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, s. 4.

³⁰⁵ Limited şirket ortaklarının sorumluluğu hakkında detaylı bilgi için bkz. Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, n. 221a vd.; Abuzer Kendigelen, İsmail Kırca, **Şirketler Hukuku Cilt III**, 1. Bs., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2022, s. 325-327.

Yine anonim ve limited şirketlerin diğer şirket tiplerine kıyasla önemli bir farkı tek kişilik kurulabilmeleridir. Girişimci için ekip oldukça önemli olmakla birlikte, girişimcinin tek başına yola çıkması veya ortaklar yerine çalışanlardan kurulmuş bir ekip tercih etmesi mümkündür. Tüzel kişilik müessesesinden faydalanarak malvarlığını ayırmak isteyen, potansiyel yatırımcı ve iş birlikleriyle “ortak” olarak devam etmek isteyen ve en önemlisi tek olsa dahi “sınırlı sorumluluk” korumasından faydalanmak isteyen girişimci için tek kişilik anonim şirket veya limited şirket kurabilmek önemli bir avantajdır. Tek kişilik ortaklık, tamamen ekonomik ihtiyaçlardan doğmuş olup sınırlı sorumluluk, süratli karar alabilme imkânı, şirket ihtilaflarından kaçınma, şartlara uyum sağlayabilecek esneklik, birleşme/bölünme/halka arz/devir gibi kapsamlı işlemlerde kolaylık sağlama ve yeni ticari politakalara elverişli olma gibi özellikleriyle birçok girişimci ve yabancı yatırımcının tercih sebebi olmuştur³⁰⁶. Karşılaştırmalı hukuka bakıldığında, bazı ülke hukuklarında tek kişi ortaklıklarına dair alacaklıların korunmasını hedefleyen koruyucu hükümler öngörüldüğü -örneğin bir gerçek kişinin birden fazla tek kişi ortaklığı kuramaması veya ikinci ve daha fazla tek kişi ortaklığın borçlarından birinci ortaklık ortağının müteselsil sorumlu olması gibi-, bazı ülkelerde ise -örneğin Fransa- sadece limited ortaklıklar için bu imkânın tanındığı görülmektedir³⁰⁷. Türk hukuku bu anlamda daha esnek bir yapıdadır.

2. Anonim Şirket ve Limited Şirket Karşılaştırması

Sınırlı sorumluluk korumasından faydalanan iki şirket tipi karşılaştırmasında tercih, bu iki şirket tipinin yürürlükteki mevzuat kapsamında taşıdığı özellik ve sunduğu imkânlar gözetilerek yapılmıştır.

Anonim şirket kurabilmek için asgari sermaye her bir payın itibari değeri en az 1 kuruş olacak şekilde (TK m. 476/1) en az 50.000³⁰⁸ TL sermaye (TK m. 332/1) iken

³⁰⁶ Ünal Tekinalp, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2020, s. 58; Tek kişi ortaklıkları hakkında detaylı bilgi için bkz. Fatih Aydoğan, **Tek Kişi Ortaklığı**, İstanbul, 2012, s. 71-85. Tek kişi ortaklığının özellikle küçük ve orta büyüklükteki işletmelere hitap ettiği yönünde bkz. **a.e.**, s. 76.

³⁰⁷ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 69; Aydoğan, **Tek Kişi Ortaklığı**, s. 151 vd.

³⁰⁸ Kayıtlı sermaye sistemini kabul eden anonim şirketler bakımından ise asgari sermaye tutarı TK m. 332/1 uyarınca 100.000 TL olarak belirlenmiştir.

limited şirketler için esas sermaye payının değeri en az 25 TL³⁰⁹ (TK m. 583/1) olacak şekilde en az 10.000 TL sermaye (TK m. 580) şeklindedir. Bununla birlikte, anonim şirketlerde TK m. 344/1 uyarınca nakdi sermaye taahhüdünün “*en az yüzde yirmibeşi tescilden önce, gerisi de şirketin tescilini izleyen yirmidört ay içinde*” ödenebilmektedir. Limited şirketlerde ise TK m. 585 hükmü uyarınca “*nakden taahhüt edilen payların itibari değerlerinin en az yüzde yirmibeşinin tescilden önce ödenmesi şartı limited şirketler bakımından*” uygulanmayacaktır. Bu hüküm ilk bakışta 24 aylık taksit imkanının da kaldırıldığı şeklinde bir tereddüde elverişlidir. Ancak burada düzenlenen husus %25 peşin ödeme şartının kaldırılmasından ibarettir³¹⁰. Bu bakımdan sermaye sıkıntısı çeken girişimci için limited şirket başlangıçta tercih edilebilir gözükmektedir. Ancak tekraren belirtelim ki, GSYF (GSYF Tebliği m. 18/2), GSYO (GSYO Tebliği m. 21/2) veya kitle fonlamasıyla (Kitle Fonlaması Tebliği m. 16/1 ve 20/7-(b)-2) ilgili düzenlemeler çerçevesinde yapılacak yatırımlarda anonim şirkete dönüşme zorunluluğu hasıl olacaktır. Yine melek yatırımcılardan alınacak yatırımlarda en baştan anonim şirket yapısı aranacaktır (BKS Yönetmeliği m. 26).

Halka arz, büyük işletmeleri işletmeye elverişli kurumsal yapı, borç senedi ihracı, şarta bağlı sermaye artırım, kayıtlı sermaye sisteminden faydalanabilme anonim şirketin öne çıkan farklılıkları iken sermaye payının devrinin kural olarak genel kurul onayına bağlı olması, bu sebeple pay devrinin daha zor olması, daha az sermayenin yeterli olduğu, yabancı hukuk konsolidasyonunun daha kolay gerçekleşebileceği küçük ve orta büyüklükte işletmelere elverişli yapı ise limited şirketlerin öne çıkan özellikleridir³¹¹. Bu bakımdan KOBİ’ler için limited şirket

³⁰⁹ Aynı hüküm şirketin durumunun iyileştirilmesi adına bu tutarın altına inilebileceğini düzenlemektedir. Ancak her halükârda bu rakamın sıfırlanamayacağı yönünde bkz. Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, n. 14.

³¹⁰ Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, n. 193; Hasan Pulaşlı, “‘Sermayesiz’ Sermaye Şirketi ile Ortaya Çıkan Hukuki Sorunlar ve Bunlara Karşı Alınması Gereken Hukuki Önlemler”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 34, S:2, 2019, s. 5-19, s. 12; Kendigelen/Kırca, **Şirketler Hukuku Cilt III**, s. 26.

³¹¹ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 73; Nitekim limited şirketlerin “*Almanya’nın sömürgeleri ile ticaretinde kolay ve ucuz kurulabilen, pazar koşullarına uyum yetengi yüksek, buna karşılık sorumluluk yönünden riski sınırlı ve az ortaklı bir şirket türü yaratma düşüncesinin ürünü*” olduğu ve 1892 yılından sonra Avrupa ülkelerine yayıldığı yönünde bkz. Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, s. 3. Son olarak limited şirket ortak sayısının TK m. 574/1 uyarınca azami 50 olarak belirlendiğini belirtelim.

yapısının uygun olduğu belirtilmektedir³¹². Hemen ifade edelim ki, KOBİ’ler için makul olan bu öneri ve gerekçeler; hedefi yatırım almak, mevcut ölçeğini aşmak ya da bir gün halka arz edilmek olan girişim şirketlerine tam olarak uymamaktadır. Zira yukarıda açıkladığımız sebeplerle limited şirket olarak kurulan girişim şirketi günün sonunda anonim şirkete dönüşmek zorunda kalacaktır. Dönüşüm işlemleri ise masraflı ve meşakkatli olacaktır.

Limited şirketlerde esas sermaye payının devri, anonim şirketten farklı olarak sınırlandırılmış ve zorlaştırılmıştır. Yapılacak esas sermaye payı devirleri için noter onaylı imza şartı aranmakta (TK m. 595/1) ve aksi esas sözleşmede öngörülmedikçe devirler genel kurul onayına tabi kılınmakta (TK m. 595/2) olup yine aksi öngörülmedikçe genel kurul tarafından hiçbir sebep gösterilmeksizin reddedilebilmektedir (TK m. 595/3). Bunun temelinde ortaklar arası yakın işbirliği ihtiyacının kolay pay devriyle örtüşmeyeceği düşüncesi olduğu belirtilmekte, bu sebeple örneğin şirketler topluluğu bakımından makro politika ve stratejilerin uygulanması sebebiyle ortaklarının şirketi kolayca terk edememesi istenen çatı şirketlerin limited şirket tipinde olması önerilmektedir³¹³. Buradan hareketle, “kemik kadro” ile yola çıkan ve kurucu ekibinin dağılmasını istemeyen bir girişim şirketinin ilk etapta limited şirket olarak örgütlenmesi kanaatimizce makul bir tercih olabilir. Buna karşılık, hisselerin kolayca el değiştirebilmesi, yatırım alma ve “çıkış” süreçleri bakımından anonim şirketi limited şirketin bu özelliklerine rağmen daha cazip kılmaktadır.

TK m. 617/4 hükmünden hareketle, limited şirket genel kurullarının toplantı yapılmaksızın karar taslaklarının ortaklar arasında dolaştırılarak karar alınması suretiyle -anonim şirket yönetim kurulu kararı gibi- yapılabilmektedir³¹⁴. Günümüzde birçok girişim şirketinin “sanal ofis” veya uzaktan çalışma

³¹² Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 73; Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, s. 6; Kırca/Kendigelen, **Şirketler Hukuku Cilt III**, s. 11; Ayrıca İsviçre’deki limited şirketlerin ise küçük ve orta ölçekli işletmelerin tercih edeceği “küçük anonim şirket” şeklinde düzenlendiği yönünde bkz. ve karş. Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, s. 4;

³¹³ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 525-526.

³¹⁴ Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, s. 7 ve detaylı bilgi için **a.e.**, n. 264.

yöntemleriyle organize olduğu düşünülürse bu husus da girişimci için tercih sebebi olabilecektir³¹⁵.

Karşılaştırmayı tamamlarken sermaye piyasası mevzuatı kapsamında borçlanma aracı ihraç etme imkanının sadece anonim şirketlere sağlandığını vurgulayalım.

Sonuç olarak genel itibariyle anonim şirket tipinin girişim şirketlerine -somut olay özelinde değişecek menfaatler haricinde- daha uygun olduğu kanaatindeyiz.

C. Girişimcilerin Kuruluşta Karşılaştığı Sorunlar

1. Mevcut Şirket Tiplerinin İhtiyaçları Karşılamaması

a. Asgari Sermaye

Yukarıda açıkladığımız üzere, Türk hukuku açısından mevcut düzenlemeler itibariyle anonim şirketin girişim şirketleri açısından en uygun seçenek olduğu kanaatindeyiz. Öte yandan, 50.000 TL olan asgari sermaye şartı -her ne kadar ¼ peşin ve 24 ay vade imkânı olsa da- girişimci için kolayca riske edilebilecek bir miktar değildir. Özellikle girişimcilerin başarıya ulaşana kadar defalarca yeni girişimlerde bulundukları dikkate alınırca bu meblağı en az iki veya üç ile çarparak düşünmek gerekir. Bu şartlar altında limited şirketteki düşük asgari sermaye ve peşin ödeme yükümlülüğünün bulunmaması görece elverişli bir alternatif olarak gözükmemektedir; nitekim uygulamada kuruluşlarda ilk olarak genellikle limited şirkete yönelinmektedir. Ancak bu bir çözüm değildir; zira yatırım alma hedefi olan girişimci günün sonunda -daha fazla masraf yaparak- girişim şirketini anonim şirkete dönüştürme ihtiyacı duymaktadır.

Belirtelim ki, bu sorun sadece Türkiye'ye özgü değildir. Avrupa'da da anonim şirketlerin kuruluş sermayesi limited şirketlere kıyasla genellikle daha yüksektir. Farklı pay grupları oluşturabilme veya çeşitli imtiyazlar bakımından anonim şirket (örneğin Alman AG; Fransız SA; İtalyan SPA) girişim şirketlerinin birtakım ihtiyaçlarına cevap vermekle birlikte, 50.000 Euro asgari sermaye tutarı ve bazı ülkelerde öngörülen denetim zorunluluğundan kaynaklanan ve yıllık 15.000-20.000 Euro'yu bulan denetim masrafları girişimcileri anonim şirketten

³¹⁵ Tüm şirket tipleri için öngörülen elektronik genel kurul imkânı da bu yönde düşünülebilir. Ancak bunun için esas sözleşmede hüküm bulunması ve birtakım şartlar gerekmektedir. Detaylı bilgi için bkz. TK m. 1527 vd. ile Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, n. 240.

uzaklaştırmaktadır³¹⁶. Bu durumda girişimciler limited şirket tiplerine yönelmekte ise de Kıta Avrupası ülkelerine ilham kaynağı olan Alman limited şirket yapısının (GmbH) sermaye piyasası ile dış yatırımcılara kapalı aile şirketi tipinde tasarlanması; dışarıdan yatırımcı olarak hızla büyüme ve nihayetinde halka arz hedefleyen girişim şirketlerinin beklentilerini karşılamamaktadır³¹⁷. Ayrıca belirtelim ki, yurtdışındaki limited şirketlerin kuruluş ücreti Türkiye’deki 10.000 TL’nin kur karşılığından çok daha fazladır. Kaldı ki, diğer ülkeler bakımından da gerekli düzenlemeler yapılmadığı müddetçe nihayetinde anonim şirkete dönüşüm gerekebileceğinden ayrıca masraf, formalite ve vergisel sorunlar gündeme gelecektir³¹⁸.

Çözüm olarak birçok Avrupa ülkesinde 7.500 Euro ile 35.000 Euro arasında değişen asgari sermaye şartının düşürülmesi tercih edilmiş olup bunun için (i) mevcut limited şirketlerin asgari sermayesinin düşürülmesi ve (ii) düşük sermayeli “basitleştirilmiş” yeni limited şirket tipi öngörmek şeklinde iki farklı yöntem uygulanarak asgari sermaye şartı 1 Euro gibi oldukça düşük rakamlara indirilmiştir³¹⁹. Bu bakımdan asgari sermaye tutarının azaltılması eğilimi “kuruluş serbestisi” (freedom of establishment) kapsamında değerlendirilmekte ve alacaklıların korunmasına ilişkin alternatif yöntemlerin gelişmekte olması sebebiyle herhangi bir endişeye mahal olmadığı belirtilmektedir³²⁰.

Aşağıda “regülasyon arbitraji” başlığında detaylıca açıklayacağımız üzere, Avrupa Birliği üye ülkelerindeki şirket tiplerinden serbestçe faydalanılabilecek olması, AB üyesi ülkeleri bu konuda düzenleme yapma ve ekonomik faydayı kendi ülkesine çekme konularında adeta bir yarışa sokmuştur. Yapılan düzenlemelerin anonim şirketten daha çok limited şirketlere yönelmesinde, AB Direktifleri kapsamında anonim şirketlerde kısmen bir uyum sağlanmış olması, buna karşılık limited şirketler bakımından üye ülkelerin daha serbest bırakılmasının etkili olduğu

³¹⁶ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 607.

³¹⁷ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 607 vd. ile s. 613. GmbH’in çıkış amacının halktan sermaye toplamayı hedeflemeyen ancak sınırlı sorumluluk korumasından faydalanmak isteyen şahıs şirketi benzeri organizasyonlara imkân sağlamak olduğu yönünde ayrıca bkz. **a.e.**, s.609.

³¹⁸ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 606.

³¹⁹ Alessio Bartolacelli, “Almost Capital-less Companies in Europe: Trends, Variations, Competition”, **European Company and Financial Law Review (ECFR)**, 14:1, 2017, s. 187-233, s. 191; Giudici/Agstner, **Startups**, s. 612 vd. Bu konuda İsviçre ve Avusturya’nın istisna teşkil ettiği yönünde bkz. **a.e.**, dn. 89.

³²⁰ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 188.

ifade edilmektedir³²¹. Bu bağlamda Fransa, Hollanda, Portekiz, Avusturya gibi ülkeler mevcut şirket tiplerinde düzenleme yapmayı tercih etmiş; Almanya, Belçika, Danimarka gibi ülkeler ise yeni bir şirket alt-tipi üretmiş; İspanya ve İtalya ise iki yöntemi de tecrübe etmiştir³²².

Fransa’da yapılan değişiklikler, asgari şirket sermayesinin esas sözleşme hükümleriyle belirlenebilerek 1 Euro sermaye ile şirket kurulumuna imkân verecek şekilde gerçekleşmiştir³²³. Hollanda’da alacaklıların korunması, menfaat dengeleri, kurumsal yönetim, ülke dışında genel kurul imkânı gibi konularda yapılan daha kapsamlı değişikliklere, limited şirketi (BV) uluslararası bir araç haline getirmek amacıyla asgari sermayenin -18.000 Euro’dan- 1 cent’e indirilmesi ve farklı para cinsleri ile ödenebilmesi imkânı eşlik etmiştir³²⁴. Benzer şekilde, Portekiz de asgari sermaye şartını neredeyse kaldırmış ve “her bir hissenin” en az 1 Euro olarak öngörülebilmesine imkân tanımıştır³²⁵.

Almanya girişimcilere özel bir şirket tipi (UG) olarak 1 Euro’ya kurulabilen bir şirket tipi üretmiştir. Bu şirket tipi kendisi için öngörülen özel normlar haricinde, limited şirket (GmbH) hükümlerine tabi olacak; ancak örneğin GmbH’nin aksine aynı sermaye kabul edemeyecektir³²⁶. Sermaye artırımını yapılarak 25.000 Euro sermayeye ulaşılana kadar, yıllık net kazancın %25’i özel bir yedek akçe türü olarak belirli zararları karşılamak üzere saklanmaktadır³²⁷. Şirket 25.000 Euro sermayeye ulaştığı takdirde ismini veya türünü değiştirmek zorunda kalmaksızın UG’ye ilişkin özel hükümlerle bağlı olmaktan kurtulacaktır; örneğin aynı sermaye kabul edebilir hale

³²¹ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 189.

³²² Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s.190; Giudici/Agstner, **Startups**, s. 613. Avusturya’nın seçmiş olduğu yöntem fiilen aşağıdakilerle benzer olsa da vergisel amaçlarla yapısal olarak oldukça farklı kurgulanmış olup işbu çalışmada işlenmeyecektir. Bu konuda detaylı bilgi için bkz. Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 212 vd.

³²³ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 192; Ayrıca şu an yaygın olarak görülmemekle birlikte 1994 yılında Fransa’da 1 Euro’yla kurulabilen basitleştirilmiş anonim şirketlerin tanıtıldığına ilişkin bkz. **a.e.**, dn. 16.

³²⁴ Harm Jan de Kluiver, “Towards a Simpler and More Flexible Law of Private Companies: A New Approach and the Dutch Experience”, **European Company and Financial Law Review**, C: 3, S: 1, 2006, s. 45-68, s. 54; Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 194 vd.; Martin Gelter, “Centros and Defensive Regulatory Competition: Some Thoughts and a Glimpse at the Data”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Working Paper No: 472/2019, s. 16.

³²⁵ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 197.

³²⁶ Alman Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu, m. 5a, (Çevrimiçi) https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_gmbhg/, SET 23.12.2022; Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 204; Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 15.

³²⁷ Alman Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu, m. 5a; Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 205.

gelecek, özel yedek akçe saklama yükümlülüğü sona erecek ve sonuç olarak tamamen GmbH hükümlerine tabi hale gelecektir³²⁸.

İspanya’da yeni bir limited şirket alt türü olarak SLNE öngörülmüş ancak temel şirket formunun daha avantajlı olması sebebiyle bu çaba başarısızlığa sonuçlanmıştır³²⁹. Takip eden süreçte, girişimcileri desteklemek ve onları uluslararası alana çıkarabilmek hedefleriyle yola çıkan İspanya, asıl limited şirket tipi olan SRL’lere ilişkin düzenleme yapmıştır. Asgari sermaye olan 3.000 Euro tam olarak indirilmemekle birlikte, özel bir kuruluş rejimi öngörülmüştür. Buna göre 1 Euro sermayeyle şirket kuruluşu gerçekleştirilebilmekte olup sermaye artırımıyla 3.000 Euro’ya ulaşılan kadar yıllık net kazancın -normalden daha yüksek bir oran olan-%20’si zorunlu yedek akçe olarak saklanmaktadır³³⁰. Ancak şirket bu aşamada iken tasfiye edilmek durumunda kalırsa yönetici ve pay sahipleri müteselsilen 3.000 Euro’luk asgari sermaye tutarında sorumlu olmaktadır³³¹.

Belçika’da ise benzerlerinden farklı bir yöntem denenmiş ve ilk etapta girişim aşaması için üretilen yeni şirket alt-tipinin (SPRL-S) 5 yıl içerisinde temel şirket tipine (SPRL) dönüşmesi zorunluluğu öngörülmüş ancak sonrasında bu yöntemden vazgeçilerek 1 Euro sermayeyle kurulabilen bu şirket için 18.550 Euro sermayeye ulaşılmadıkça herhangi bir tür değişimi zorunluluğuna yer verilmemiştir³³². Yine diğer uygulamalardan farklı olarak -ancak kanaatimizce kendi içerisinde gayet tutarlı şekilde- bir sınırlama daha öngörülmüştür. Herhangi bir limited şirkette (SPRL) %5 oy hakkı olan bir ortağın girişim aşamasına özel bu şirket alt tipini (SPRL-S) kurması yasaklanmış, bu yasağa uymayan veya SPRL-S pay sahibi olmasına rağmen başka bir SPRL-S şirketinde de pay sahibi olan kişilerin, ikinci şirketle beraber **sınırsız**,

³²⁸ Bu yönde ve ayrıca şirketin GmbH’a dönüşmek zorunda kalmaması, asgari sermaye tutarının artmaması sebebiyle biriktirilen yeni sermayenin tekrar asgari sermaye olarak nitelenerek “ilk günlerine” dönmemesi açısından avantajlı iken unvanında halen girişimci olduğunun belirtilmesinin ise kredibilitiyi azaltabilecek bir dezavantaj olduğu hakkında bkz. Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 205 vd.

³²⁹ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 199.

³³⁰ Bu yönde ve sermaye artırımını yapılmaksızın saklanan bu kısmın 3.000 Euro’yu aşması halinde bile niteliğinin değişmeyeceği yönünde bkz. Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 200 vd.

³³¹ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 201.

³³² Bu yönde ve anılan şirket tipinin ancak gerçek kişiler tarafından kurulacak olması veya Almanya’daki gibi sermaye artırımını yapılan kadar unvanında girişim aşamasında (starter) olduğunun belirtilmesi gibi sınırlamalara tabi olduğu yönünde bkz. Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 206 vd. ; Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 15.

şahsen ve müteselsilen sorumlu olacakları düzenlenmiştir³³³. Almanya'dan farklı olarak, Belçika bu özel şirket tipinin kuruluşunda tamamen ifa edilmesi şartıyla aynı sermaye taahhüdüne izin vermektedir³³⁴. Buna ek olarak, şirketin kurulmasından itibaren 3 sene geçmesiyle birlikte, İspanya'daki tasfiye aşamasına özgü sorumluluğa benzer bir düzenleme uygulama alanı bulacaktır. Şöyle ki, kuruluştan itibaren 3 sene dolduğunda pay sahipleri 18.550 Euro tutarındaki SPRL asgari sermaye tutarına kadar şirketle birlikte ayrıca şahsen sorumlu olacak; ilk 3 sene içinde ise ancak iflas halinde net varlıkların en az 2 senelik faaliyete yeterli olmaması halinde kurucuların sorumluluğuna gidilebilecektir³³⁵. Yine Almanya ve İspanya örneklerinde görülen, şirketin hedeflenen sermaye tutarına ulaşmasını sağlamak üzere öngörülen, özel nitelikli yedek akçe saklama yükümlülüğü Belçika tarafından da benimsenmektedir. Sınırlı sorumluluk ilkesinden yer yer ödün verilmesine ek olarak, SPRL-S türündeki şirketler 18.500 Euro sermayeye ulaşılan kadar yıllık net kazancının ¼'ünü yedek akçe olarak saklamakla yükümlü tutulmuştur³³⁶. 2019 yılında yapılan değişikliklerle limited şirket formu SRL olarak değişmiş ve asgari sermaye yükümlülüğü kaldırılmıştır³³⁷.

İtalya'da ise inovatif girişim şirketi isimli bir şirket alt türü yaratılmış ve bu şirket türü için getirilen yenilikler (biri haricinde) zamanla inovatif KOBİ'lere, sonrasında tüm KOBİ'lere genişletilmiş ve nihayet "de facto"³³⁸ olarak tüm limited şirketlere sirayet etmiştir³³⁹. İtalyan "inovatif girişim şirketi", payları birincil veya ikincil markette işlem görmeyen, azami 60 aydan beri var olan, birleşme/bölünme³⁴⁰ gibi bir sonuçtan doğmayan, merkezi (veya merkez AB'de ise şubesi) İtalya'da olan, ikinci yılından başlamak üzere yıllık kazancı 5 milyon Euro'yu aşmayan, kuruluştan

³³³ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 207.

³³⁴ **A.e.**, s. 207 vd.

³³⁵ Bu yönde ve ayrıca kuruculara yüklenen sermaye ve şirket hedeflerinin uyumlu olduğuna ilişkin sertifikalı bir muhasebeciyle birlikte hazırlanması gereken plan sunma yükümlülüğü hakkında bkz. Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 208.

³³⁶ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 209

³³⁷ Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 16; (Çevrimiçi), <https://www.nn.be/en/capitalquestions/new-corporate-law-what-are-changes>, SET 06.10.2022.

³³⁸ KOBİ şartlarına kıyasla daha büyük olan birkaç limited şirketin istisna olduğu yönünde bkz. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 617.

³³⁹ Bu yeniliklerden borç sermaye karması finansman araçlarından biri olan "strumenti finanziari partecipativi" hakkındaki düzenlemenin KOBİ'lere aktarılmayan bir yenilik olduğunu belirtmek suretiyle bkz. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 615-617.

³⁴⁰ Bu kapsamda örneğin bir şirketten ayrılarak yeni bir şirket kurulması şeklinde görülen spin-off şirketler kapsam dışıdır.

itibaren henüz kâr dağıtmamış olan, yüksek teknoloji ürün ve hizmetlerin geliştirilmesi, üretilmesi veya ticareti faaliyetlerine odaklanan anonim, limited yahut kooperatif tipindeki şirketler olarak tanımlanmakta olup bu şirketlerin ayrıca aşağıdaki şartlardan en az birini sağlaması gerekmektedir³⁴¹:

- Araştırma geliştirme (Ar-Ge) masraflarının şirket kuruluş masrafı ve değerlemesinin %15'inden fazla olması,
- Çalışanların en az 1/3'ünün doktor unvanlı olması veya doktora yapıyor olması yahut 3 yıllık bir araştırma programını tamamlamış olması ya da en az 2/3'ünün yüksek lisans yapmış olması,
- En az 1 adet fikri mülkiyet hakkına sahip olunması

Danimarka'da da Almanya ve İtalya'da olduğu gibi girişimcilere özel bir girişim şirketi tipi (IVS) geliştirilmiştir. Bu şirket tipi için öngörülen kurallar, yukarıda saydığımız diğer örneklerdeki yöntemlerin kendine özgü bir kombinasyonundan ibarettir. Bu sebeple, bu kuralları çalışmamızın hacmini gözeterek detaylıca açıklamaksızın sadece zikrederek geçeceğiz. Buna göre Danimarka girişim şirketleri, 1 Euro'dan düşük değerli olan 1 DKK (Dan para birimi) sermayeyle kurulabilmekte, 50.000 DKK'ya ulaşılan (sermaye artırımını gerektirmeksizin) kadar yıllık net kârın %25'ini saklama yükümlülüğüne, bu meblağa ulaşılan kadar kâr payı dağıtımı ve aynı sermaye yasaklarına tabi olmakta ve yine Almanya'da olduğu gibi sermayesi 50.000 DKK'yı geçse bile unvanı ve türünü korumak konusunda tercih hakkına sahip bulunmaktadır³⁴². Danimarka girişim şirketlerinin yer yer Almanya, İtalya veya diğer örneklerden ayrıldığı hususlar ise, %25 oranındaki yedek akçenin zararları karşılamak üzere dahi kullanılamaması, şirketin 50.000 DKK'dan fazla sermaye ile kurulabilmesi ve tüzel kişiler tarafından da kurulabilmesi; sadece girişim şirketi aşamasına özgü olduğundan bölünme/birleşme veya sermaye azalması sonrası dönüşüm gibi bir şekilde kurulamıyor olması şeklindedir³⁴³. IVS şirket tipinin 50.000 DKK'dan fazla sermayeyle kurulabilme imkanının avantajı, sermayenin bu tutarın altına düşmesi halinde bile bu tutarın asgari sermaye olmaması sebebiyle asıl şirket

³⁴¹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 615.

³⁴² Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 210-212.

³⁴³ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 211 vd.

tipinden farklı olarak halen aynı şirket formuyla devam etme imkanının bulunmasıdır³⁴⁴.

2006'da şirketler hukuku düzenlemelerinde reform yapılan İngiltere'de ise çeşitli avantajları sebebiyle fazlasıyla talep gören limited şirketlerin (private limited company) kuruluşu bakımından esnek sermaye şartlarının bulunması yeni karşılaşılan bir husus değildir. Bu durum İngiliz uygulamasında, finansman sağlayacak kişilerin şirket sermayesini genellikle önemli bir kriter olarak kabul etmemesinin sonucu olarak görülmektedir³⁴⁵. Sermayeye ilişkin kuralların önemini İngiltere'de halen koruduğu hususlar, aynı sermaye artırımının değerlendirilmesi ve payların taşınması gereken zorunlu nominal değerlere ilişkindir³⁴⁶. Nitekim İngiltere'deki anlayışa benzer şekilde Portekiz'de de asgari sermayenin artık finansman sağlayan kişiler bakımından çok dikkat edilen bir husus olmadığı ve şeffaf şekilde hazırlanan finansal tabloların daha önemli bir veri olduğu ifade edilmektedir³⁴⁷.

Azalan asgari sermaye şartına karşı önlem olarak Hollanda'da alternatif yöntemler düzenlenmiştir. Alacaklıları korumak için getirilen bu yöntemler dağıtım ve bilanço testleri olarak anılmakta ve yöneticilerin şirkete karşı müteselsil sorumluluğunu doğurmaktadır³⁴⁸;

- Kâr payı dağıtımları, şirketin kendi payını iktisabı, paylara ilişkin geri ödemeler dahil olmak üzere şirket malvarlığını pay sahiplerine dağıtım sonucunu doğuran işlemlerde, yöneticilerin izni aranmakta ve takdire dayalı olan bu izin sorumluluk doğurmaktadır.
- Bilanço testi ise şirket varlıklarının, borç ve tutulması gereken kaynakların toplamından fazla olmasını temin etmek üzere uygulanmakta ve bu iki değer

³⁴⁴ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, dn. 111.

³⁴⁵ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 189. 1999 yılında İngiltere'deki şirketlerin 2/3'ünün sermayesinin 100 £ veya altında olduğu yönünde ilgili çevrimiçi dokümanın kaldırılmış olması sebebiyle naklen bkz. **a.e.**, dn. 8 ve dn. 9 civarı. Yapılan yeniliklerin daha çok, finansal yardım kabule edebilme imkanına, sermaye değişikliklerinin kolaylaştırılmasına ve sermayenin azalması halinde uygulanacak prosedürlerin gevşetilmesine ilişkin olduğu ve bu suretle cazibesinin arttığına ilişkin bkz. **a.e.**, s. 190.

³⁴⁶ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 190.

³⁴⁷ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 196.

³⁴⁸ Açıklamalar için bkz. Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 195; Ayrıca bkz. Kluiver, **Dutch Experience**, s. 65.

arasındaki fark, pay sahiplerine yapılacak dağıtımların sınırını teşkil etmektedir.

- Bu testlere binaen yöneticiler, yapılan işlemlerin alacaklılara karşı yükümlülüklerin yerine getirilmesine hanel getirmeyeceğine ilişkin beyanname sunacak olup, ödeme şartları oluşmuş bir borcun eksik ödenmesine sebep olabilecek bir durum yöneticiler tarafından öngörülüyor veya öngörülmesi bekleniyorsa yöneticinin sorumluluğu doğacaktır. Buna ek olarak, ilgili menfaatleri elde eden kişiler, şirketin bu sebeple borçlarını ödeyemeyeceğini bildikleri veya bilmelerinin beklendiği hallerde, bu kişiler herhangi bir menfaat elde ettiler ise, ilgili menfaati en kısa sürede iade etmekle yükümlüdür.

Almanya'daki girişimcilere özel limited şirket (UG) bakımından öngörülen bir düzenlemenin de benzer saiklerle, yani düşük asgari sermayeden kaynaklanabilecek sorunlara alternatif çözüm bulmak amacıyla, getirildiği kanaatindeyiz. GmbH yöneticileri, bilançoya göre sermayenin yarısının kaybedildiği durumlarda genel kurul davet etmekle yükümlü iken bu eşik UG yöneticileri bakımından genişletilmiş ve şirketin yükümlülüklerini yerine getiremeyeceğine ilişkin emareler gören UG yöneticileri sermaye artırılması yahut yeni malvarlığı bulunması amacıyla genel kurul çağrısı yapmakla yükümlü kılınmıştır³⁴⁹. Buna karşılık Belçika'da ise farklı bir yaklaşım mevcuttur. Normal şartlar altında -Almanya ve diğer birçok ülkeye benzer şekilde- sermayenin kaybı halinde uygulanacak hükümler yer almakta ise de SPRL-S bu hükümlerden muaf tutulmuştur. Şirket sermayesinin 6.200 Euro ve altına inmesi halinde genel kurul yapılması ve tasfiye kararı dahil gerekli önlemlerin alınması yükümlülüğü veya pay sahiplerinin mahkemeden tasfiye kararı talep edebilme hakkı SPRL-S isimli özel şirket tipine uygulanamayacak olup bu durum herhangi bir süreye bağlı olmaksızın sermaye şartı aranmadan kurulan bu şirket tipinin tehlikeli bir sistem olarak değerlendirilmesine yol açmıştır³⁵⁰. Kanaatimizce Belçika şahsi sorumluluğa ilişkin getirilen hükümleri bir alternatif koruma yöntemi olarak

³⁴⁹ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 205.

³⁵⁰ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 208.

değerlendirmekte ve bu hükümlere ek olarak yıllık net kazancın ¼'ünün yedek akçe olarak saklanmasına ilişkin hükümleri koruma bakımından yeterli görmektedir.

Ülkesel bazdaki gelişmeleri inceledikten sonra, henüz toplu bir değerlendirmeye geçmeden önce, Avrupa Birliği tarafından diğer ülkeler açısından örnek teşkil etmesi amacıyla hazırlanan özel düzenleme çalışmalarına işaret etmek faydalı olacaktır. Bu konuda zikredilebilecek kurallar Avrupa Limited Şirketi (Societas Privata Europaea “SPE”) ve tek kişilik limited şirkete ilişkin süregelen (Societas Unius Personae “SUP”) çalışmalarıdır. Bu kapsamda SPE teklifi kapsamında yukarıda anılan ülkelerdeki çözümlere benzer asgari sermaye şartları ve alternatif yöntemler görüşülmüş, aşağıda açıklayacağımız kuruluşu hızlandırıcı ve kolaylaştırıcı birtakım önerilerde bulunulmuş ancak bu çalışmalar nihayete ermemiştir³⁵¹. Sona ermeyen SPE çalışmaları SUP çalışmaları için de temel oluşturmuştur. SUP, üye devletlerce artırılmayacak olan 1 Euro asgari sermaye, alternatif “çevrimiçi” kuruluş imkânı, kuruluş için mümkün olmayan ancak sermaye artırımını için mümkün olan aynı sermaye taahhüdü, kişisel emek ve hizmet edimlerinin (work for equity) sermaye artırımına konu edilebilmesi imkânı sağlayan ancak zorunlu yedek akçe veya belirli bir azami sermaye gibi sınırların öngörülmediği bir yapı olarak planlanmaktadır³⁵².

Amerika’da da sermaye sistemine ilişkin çeşitli yöntemler tercih edilebilse de Delaware başta olmak üzere ABD eyaletlerinde herhangi bir asgari sermaye şartı öngörülmemektedir³⁵³.

Atılan bu adımların karşılaşılan diğer temel sorunları çözmeye yeterli gelip gelmediği meselesini sonraki başlıklarda yer alan açıklamalarımızda değerlendireceğiz. Burada ise ilk olarak 1 Euro gibi sembolik rakamlara şirket kurulabilme imkanının isabetli bir adım olduğunu ve Türkiye için de uygulanmasını önermekteyiz. Her ne kadar diğer bazı ülkelerde olduğu gibi zorunlu denetim veya benzer masraflar olmasa da Türk hukukundaki asgari sermaye şartları girişimcilere yüksek gelmekte ve onları şirket kurmaksızın yola çıkmaya yahut limited şirketle başlayıp daha sonra anonime dönüşmek gibi daha büyük bir külfet altına sokan

³⁵¹ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s.216 vd.

³⁵² Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 218 vd.

³⁵³ Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 6; (Çevrimiçi), <https://www.dlapiperintelligence.com/goingglobal/corporate/index.html?t=03-minimum-capital-requirement&c=US>, SET 08.10.2022.

tercihlere sürüklemektedir. Asgari sermaye şartının girişimciler bakımından saymış olduğumuz yurtdışı örneklerdeki seviyelere çekilmesi ekosistem için isabetli ve teşvik edici bir adım olacaktır. Hemen belirtelim ki, limited şirketlerin kuruluşunda %25 peşin sermaye ödenmemesi kuruluş maliyetini düşürse de hem bu meblağın nihayetinde ödenecek olduğu gerçeği hem de yarattığı hukuki problemler³⁵⁴ karşısında yeterli bir çözüm olmadığı görülmektedir.

Yine yukarıda saydığımız örneklerle bakıldığında, yapılan düzenlemelerde limited şirket formunun esas alındığı -yeni bir tür öngörüldüğündeyse limited şirketin alt türü olarak düzenlendiği- görülmektedir. Türk hukuku bakımından, limited şirketlerin de emredici hükümlerle düzenlenmesi, genel itibarıyla “küçük” anonim şirket olarak kurgulanması, ancak buna rağmen anonim şirketin girişim şirketleri için daha isabetli bir tercih olduğuna dair yukarıda açıklanan sebepler dikkate alınırca yapılacak düzenlemenin anonim şirket ekseninde olması gerektiği kanaatindeyiz.

Son olarak genel bir değişiklik yerine, “girişim şirketi” şeklinde yeni bir alt tür oluşturma'nın daha temkinli bir adım olacağı, aksi takdirde bu kadar esneyen sermaye şartları ve serbestliğinin üçüncü kişiler nezdindeki güvenin kötüye kullanılmasına elverişli bir zemin oluşturabileceğini ifade etmek gerekir. Diğer ülkelerdeki gibi sorumluluk hükümleriyle veya tasfiyeye yol açacak önlemlerle üçüncü kişilerin güveninin korunabilmesi düşünülebilirse de, özellikle tasfiye haline giren şirketin “girişim aşamasında” olması halinde pek bir malvarlığı olmayacağından uygulamada mağduriyetler yaşanabilecektir. Bu bakımdan girişim şirketi unvanını taşıyan ve kendisine özel sicil kaydı olan bir şirketle iş yapan kişiler, karşılarındaki şirketin sermayesini kontrol etmek ihtiyacı duyacak veya farklılık arz eden diğer konularda dikkat sahibi olacaktır³⁵⁵. Bununla birlikte, girişim şirketinin belirli bir mali güce ulaşabilmesi amacıyla belirli bir sermaye miktarına ulaşılan kadar zorunlu yedek akçe ayrılması sisteminin de Türkiye bakımından uygulanabilir olduğu kanaatindeyiz. Hollanda’da ve devamı gelmeyen SUP çalışmalarında ilk başlarda tercih edilen ve şirket sermayesinden yapılacak harcamalarda belirli

³⁵⁴ Oy hakkının doğumu, pay devrinin geçerliliği, kâr payının dağıtılabilmesi, şirketin kendi payını iktisabı ve rehni, alacaklıların alacağını alabilmesi konularında oluşacak problemler için bkz. Pulaşlı, **Sermayesiz Sermaye Şirketleri**, s. 13-18.

³⁵⁵ Almanya’da girişim şirketlerinin ayrı bir unvana sahip olmasının bu amaca yönelik olduğu yönünde karş. Pulaşlı, **Sermayesiz Sermaye Şirketleri**, s. 9.

durumlarda yönetimin sorumlu olması yöntemlerinin Türkiye bakımından yeterli güvenceyi sağlayıp sağlamayacağı tereddüt konusu olduğundan böyle bir tercihin tek başına uygulanması için temkinli olunması gerektiği kanaatindeyiz.

Nihayet bu tartışmalardan bağımsız olarak, Türkiye'deki girişimciler için esasen adeta sıfır maliyetle şirket kurma imkânı olduğuna işaret etmek istiyoruz. Kitle Fonlaması Tebliği m. 17/7-(a)-2 hükmü uyarınca girişimci tarafından kurulacak olan anonim şirketin asgari sermayesinin, kampanyada elde edilen ve platformda bloke edilen tutardan girişimci lehine ödeme yapılması suretiyle karşılanması mümkündür. Aynı madde uyarınca *“bu halde yatırımcılara fonlanan şirketin paylarının verilmesini teminen sermaye artırımının, kuruluş işlemlerinin tamamlanmasını müteakip en geç 2 iş günü içinde TTK'nın 416 ncı maddesi uyarınca yapılacak çağrısız genel kurulda alınacak karar ile tamamlanması ve bilgi formunda bu duruma ilişkin bilgiye açıkça yer verilmesi zorunludur. Bu alt bent kapsamındaki işlemler nedeniyle yatırımcıların uğrayacağı zararlardan platform ve girişimci müteselsilen sorumludur.”* Ancak bu ihtimalde şirket ilk etapta kurucular adına kuruluyor gözükmekte ise de sermaye artırımı yapılarak kitle fonlaması yatırımcıları da pay sahibi haline gelmektedir. Bu durum en azından erken aşamalarda şirketin yegane pay sahibi olmak isteyen girişimciler için burada açıklanan yöntemin amaca uygun olmadığını ortaya koymaktadır.

b. Serbestlik ve Esneklik

Hukuki düzenlemeler ile şirket tiplerinin girişimcilerin ihtiyaçları bakımından yetersiz kaldığı tek konu asgari sermaye tutarından ibaret değildir. Limited şirketlerin dışa kapalı kurgusundan kaynaklanan bazı özellikleri, halka arz/kitle fonlamasına elverişli olmaması ve emredici düzenlemeler gibi hususlar da girişimcilerin karşılaştığı diğer sorun ve eksikliklerdir.

Girişim sermayesi bağlamında şirket tipleri incelendiğinde, birçok sorunun mevcut şirket tiplerine ilişkin düzenlemelerin girişim sermayesinin kendine has özellikleri gözetilerek farklı yorumlanma ihtiyacından kaynaklandığı görülecektir. Girişim şirketleri henüz halka arz edilmemiş -kapalı- şirketler olmalarına rağmen dış yatırımcı niteliğindeki çeşitli girişim sermayesi yatırımcılarına ihtiyaç duymakta ve hukuki düzenleme ihtiyacı yönetim-pay sahibi (YK-GK) arasındaki ilişkiden daha

çok pay sahipleri arasındaki menfaat ilişkilerinden doğmaktadır. Bunun çözümü olarak bir tarafı koruyan, önceden öngörülmüş, emredici ve detaylı “kalıplaştırılmış” kurallar değil; sözleşme serbestisi önerilmektedir³⁵⁶.

Delaware girişim şirketlerinin merkezi olarak anılmakta olup genellikle girişim şirketleri ya burada kurulmakta ya da yatırımcı bulunduğu zaman buraya taşınmaktadır³⁵⁷. Delaware’ın ayırt edici özelliği, emredici hükümlerle dolu ve önceden öngörülmüş bir yapı olmayıp sözleşme serbestisini temeline alması³⁵⁸ ve emredici hükümlerin daha çok yönetimin güven ve sadakat yükümlülüğü (fiduciary) konusuna ilişkin olmasıdır³⁵⁹. Anonim şirketin ABD hukukundaki muadili olan “corporation” hükümleri genelde yeterli olmakla birlikte, daha fazla serbestlik aranan durumlarda limited şirket (LLC) tercih edilebilmektedir. Ancak GSYF ve diğer yatırımcıların, çıkış aşamasında anonim şirkete dönüşümden kaynaklanan vergisel sorunlar ve yorucu formalitelerle karşılaşmamak için limited şirketlere tereddütlerle yaklaştığı ifade edilmektedir³⁶⁰. Delaware limited şirketleri ise oldukça esnek bir yapıdadır. Delaware örneğinden hareket edersek güven ve sadakate dayalı yükümlülüklerin bile (MK m. 2, TK m. 369, TK m. 626) sözleşmesel korumaya konu edilebildiği, sözleşme serbestinin benimsendiği bir rejim bulunmaktadır³⁶¹. Şirketler hukukunda henüz pek benzeri görülmeyen ve sözleşme serbestisinin ulaştığı noktayı gözler önüne seren bir Delaware uygulamasına değinmek isabetli olacaktır. Delaware Limited Şirketler Yasası (Delaware Limited Liability Company Act) § 18-218 bölümünde yer alan düzenlemeler uyarınca, taraf iradesi doğrultusunda detayları düzenlenebilen ve genel itibarıyla adeta “limited şirket içinde kendi malvarlığı, kendi yönetimi ve kendi hukuki sorumluluğu olan farklı limited şirketler” kurulması imkânı sunan “series LLC” isimli bir hukuki yapı kurulması mümkündür³⁶². Dolayısıyla farklı alanlarda faaliyet göstermek isteyen ve farklı alanlardaki

³⁵⁶ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 606; Yatırımcı ve kurucu pay sahipleri arasında yaşanan sorunlara örnek mahiyetinde bkz. Pollman, **Startup Governance**, s. 185 vd.

³⁵⁷ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 602.

³⁵⁸ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 602.

³⁵⁹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 607. Detaylı bilgi ve yönetimin çoğunluğunun yatırımcılar tarafından seçildiği ve imtiyazlı pay sahibi olmaları sebebiyle kendi menfaatlerini diğer pay sahiplerinin menfaatlerinin önüne koyarak tasfiyeyi tercih etmeleri halinde dürüstlük kuralının sıkı bir şekilde incelenmesi örneği için bkz. **a.e.**, s. 606 vd.

³⁶⁰ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 606.

³⁶¹ Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 5-7.

³⁶² (Çevrimiçi), <https://delcode.delaware.gov/title6/c018/sc02/index.html>, SET 07.10.2022.

faaliyetlerinden kaynaklanabilecek hukuki sorumluluğun diğer faaliyetleri sekteye uğratmasından endişe eden bir girişim şirketi, Delaware tarafından kabul edilen bu esnek yapıyı kullanarak hedeflerini gerçekleştirebilecektir. Series LLC yapısına ilişkin hemen belirtelim ki, bu yapı TK m. 519/4 uyarınca “*başlıca amacı başka işletmelere katılmaktan ibaret olan holding şirketler*” veya şirketler topluluğunun hâkim şirketinden farklılık arz etmektedir. Holding şirket veya bu nitelikte olmasa dahi şirketler topluluğunun hâkim şirketi diğer şirketlerde pay sahibi olarak belirli kontrol ilişkileri kurmakta iken series LLC yapısı şemsiye bir limited şirketin içinde adeta farklı “ticari işletmeler” gibi örgütlenen çeşitli şirketlerden oluşmaktadır. Şemsiye limited şirket, saf holdingten farklı olarak bizzat kendi ticari ve operasyonel faaliyetlerini dinamik bir biçimde sürdürmekte olup diğer şirketlere katılmaktan ibaret atıl bir faaliyette bulunmamaktadır.

İngiliz limited şirket tipinde de benzer şekilde serbestlik öne çıkmaktadır. Emredicilik arz etmeyen “model” düzenlemeler değiştirilmediği veya kapsam dışı bırakılmadığı hallerde uygulanmaktadır³⁶³. İsviçre’de de Türkiye’nin aksine limited şirketlere ilişkin çoğu hükmün emredici olmadığı belirtilmektedir³⁶⁴.

Almanya ve Alman GmbH kültüründen vazgeçmeyen diğer ülkelerde teşvik amaçlı belirli adımlar atılmış olmakla birlikte, limited şirkete ilişkin alışlagelmiş dış yatırımcıya kapalı ve halka arz hedefi taşımayan aile şirketi kültürünün etkisinden - İtalya’da yapılan reformun aksine- yeterince çıkılamamış ve bu sebeple yapılan yeniliklerin yetersiz olduğu yönünde değerlendirmeler yapılmıştır³⁶⁵. Bu bakımdan yukarıda Türk hukuku için yaptığımız açıklamalara benzer şekilde, çoğu Avrupa ülkesinde anonim şirket girişim şirketleri için daha uygun bir tercih olmasına rağmen -yönetim vb. konular başta olmak üzere- çoğunlukla emredici hükümlerin bulunması ve masraflı olması anonim şirketlerin başlı başına çözüm olamamasına sebep olmaktadır³⁶⁶.

Girişim sermayesinin ekonomik getirilerinden faydalanma hedefiyle yola çıkan İtalya, Amerikan limited şirket tipini (LLC) örnek alan çalışmalar yapmış ve - GmbH benzeri olan- kendi limited şirket tipini (SRL) yeniden düzenlemeyi tercih

³⁶³ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 190.

³⁶⁴ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 526.

³⁶⁵ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 613.

³⁶⁶ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 613.

etmiştir³⁶⁷. Başlarda farklı tip pay grupları çıkarma, halktan borç alma, kendi payları üzerinde işlem yapma veya pay karşılığı finansman sağlama gibi konularda girişim sermayesi dinamikleriyle örtüşmeyen yasaklar³⁶⁸ bulunmakta iken köklü bir reform yapılmış ve çoğuna işbu çalışmamızda yer vereceğimiz işçi opsiyonları, asgari sermaye/kuruluş masrafları, borç sermaye karması sözleşme, girişim sermayesi yatırımcılarının uygulamada talep ettiği hakları (opsiyonlar, tasfiye imtiyazı, kontrol hükümleri vb.) tanımaya elverişli farklı pay grupları ve performans payları yaratma imkanı, iflas hükümleri gibi konularda hükümet tarafından oluşturulan uzman ekip tarafından düzenleme önerisinde bulunulmuştur³⁶⁹. Bu doğrultuda gerekli çalışmalar yapılmış ve farklı pay grupları yaratabilme ve izin verilen sınırlar içinde serbestçe ilgili haklarla donatabilme, bazı konularla sınırlı oy kullanmak üzere veya oydan yoksun pay çıkarabilme, payların halka arzı veya kitle fonlamasına elverişli hale gelmesi, çalışan pay opsiyonu ve benzer planlamaları uygulayabilmek adına şirketin kendi hisselerine ilişkin işlem yapabilme, “convertible notes” benzeri borç sermaye karması finansman araçları ihraç etme, borca batıklık ve sermaye kaybı (uygulamadaki tabirle teknik iflas) konularında, genel şirketler hukuku düzenlemelerinden ayrılan yenilikler “inovatif girişim şirketi” ismiyle üretilen yeni şirket tipine bir ayrıcalık olarak tanınmıştır³⁷⁰. Ancak sonrasında yukarıda açıkladığımız üzere bu düzenlemeler ilk olarak “inovatif KOBİ”lere genişletilmiş ve nihayet tek bir istisnaya³⁷¹ tüm KOBİ’lere genişletilerek “de facto” olarak tüm limited şirketlere uygulanır hale gelmiştir. Burada saydığımız birçok yeniliğe aşağıda diğer başlıklarda detaylıca yer vereceğiz.

2. Masraf, Süre ve Zorluk

Şirket kurma düşüncesi olan herkesin ilk başta hevesini kaçırان hususlardan biri şirket kuruluş prosedürlerinin zaman alması ve masraflı olmasıdır. Bugün bir avukat yerli veya yabancı bir müvekkiliyle şirket kuruluşu üzerine değerlendirme

³⁶⁷ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 600.

³⁶⁸ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 611.

³⁶⁹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 614 vd.

³⁷⁰ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 615 vd. ve “bazı konularla sınırlı oy kullanmak üzere veya oydan yoksun pay çıkarabilme” imkânı yönünden a.e., dn. 104.

³⁷¹ “Strumenti finanziari partecipativi” isimli borç sermaye karması finansman aracının ihracı imkanının tanınmamasının bu bakımdan tek istisna olduğu ve muhtemelen bilinçli yapılmadığı yönünde bkz. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 617.

yaptığında üzerinde durulan önemli bir husus masrafların ne kadar olacağı ve işlemlerin ne kadar süreceği şeklindeki sorulardır. Yukarıda açıkladığımız üzere sermayesi oldukça kısıtlı olan girişimciler bakımından bu soruların etkisi çok daha fazla hissedilmektedir. Girişimcilerin girişim şirketi kurmasının teşviki ve ekosistemin canlandırılması için şirket kuruluşunun mümkün oldukça masrafsız ve zahmetsiz olması gerekmektedir.

Şirket kuruluşlarının kolaylaştırılması, hızlandırılması ve maliyetlerin düşürülmesi için birçok devlet harekete geçmiştir. Hem yukarıda mahiyetini açıkladığımız ve çevrimiçi şirket kuruluşu imkânı tanıyan SUP önerisi hem de genel olarak süreçleri kolaylaştırmayı hedefleyen İspanya, Portekiz, Danimarka gibi ülkeler bu konuda örnek teşkil etmekte olup Almanya, İtalya gibi bazı ülkeler ise “noterlerin” rolü üzerindeki çalışmalara öncelik vererek bu konuyu daha sonra değerlendirmeyi hedeflemektedir³⁷².

Şirket kuruluşunu kolaylaştırmak için uygulanan yöntemlerden biri olarak kalıp şeklinde örnek (model) esas sözleşme hükümleri kullanılmaktadır. Bu yöntemi benimseyen ülkelerden biri olan İngiltere, 2006 tarihli Companies Act m. 18 vd. hükümlerinde model hükümleri ve serbestçe değiştirilme imkânını düzenlemektedir³⁷³. Almanya’da da 3 pay sahibi ve 1 yöneticiden fazla kişiden oluşmamak kaydıyla GmbHG m. 2 uyarınca model hükümlerin kullanılması ve kolaylaştırılmış şirket kuruluşu imkânı öngörülmüştür³⁷⁴. Bu yolla birçok kuruluş masrafı -özellikle noter masraflarının- azalabileceği belirtilmektedir³⁷⁵. Portekiz’de model hükümler tasarlanmış ve buna ek olarak çevrimiçi (online) şirket kuruluşu öngörülmüştür³⁷⁶. Hollanda’da ise halen noterlerin rolü önem taşımakta ve henüz çevrimiçi (online) şirket kuruluşu yahut model hüküm gibi imkanlara yer verilmemektedir. Buna karşılık, şirket kuruluşunda nakdi sermayenin ödendiğine dair

³⁷² Giudici/Agstner, **Startups**, s. 612.

³⁷³ (Çevrimiçi), <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>, SET 01.10.2022.

³⁷⁴ (Çevrimiçi) https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_gmbhg/englisch_gmbhg.html, SET 01.10.2022; Bu yolla kuruluş bakımından model hükümlerin aksinin öngörülemeyeceği ancak sonrasında değişikliğin mümkün olduğu yönünde bkz. Fatih Aydoğan, “Federal Almanya’da Limited Şirketler Kanunu’nda (GmbHG) Yapılan Değişiklikler-Yenilikler (MoMIG)”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 25, S:3, 2009, s. 391-421, s. 395 vd.

³⁷⁵ Detaylı bilgi için bkz. Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 203. Ancak yine de 1 gün civarında şirket kuruluşunun çok sınırlı ihtimallerde mümkün olduğu yönünde bkz. **a.e.**, dn. 75.

³⁷⁶ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 197.

banka mektubu (banka bloke mektubu) gerekliliği kaldırılmış; aynı sermaye artırımlarında şirketlere kendi değerlemesini serbestçe yaptırabilme ve yurtdışında genel kurul yapabilme imkânı tanınmıştır³⁷⁷. Değerleme imkanına ilişkin açıklamalara aşağıda ayrıca yer verilecektir. Banka bloke mektubu ve yurtdışı genel kurul imkânı ise özellikle yabancı girişimcilerin şirket kurma süreci için oldukça faydalı gelişmelerdir; zira uygulamada yabancı kişilerin şirket kuruluş işlemleri sırasında bankalarla iletişim kurarken ve sonrasında genel kurul işlemlerinde zorluk çektiği ve yerel avukatlarının bu sebeple organizasyonel sıkıntılar yaşandığına şahit olunmaktadır. Şirket kuruluş masraflarını azaltmak amacıyla -emredici olmayan- model hüküm yöntemi Avrupa Birliği nezdinde de görüşülmüş ve buna ek olarak SPE çalışmalarında üye devletler için zorunlu çevrimiçi (online) şirket kuruluş düzenlemesi hedeflenmiştir³⁷⁸.

Girişim şirketlerine ilişkin hareket planı olarak yorumlanabilecek yeni tarihli AB çalışmalarında ise girişimcilere çevrimiçi ve çevrimdışı şirket kurma olanaklarının tanınması gerektiği, kuruluş işlemlerinin istisnalar haricinde 1 haftayı geçmemesi, Avrupa Birliği'nin uzun zamandır çeşitli vesilelerle vurguladığı tek pazar (single market) politikasına paralel şekilde AB üyesi bir ülkede kurulan girişim şirketinin kuruluş evraklarının diğer AB ülkelerinde de aynı şekilde kabul görmesi hedeflenmekte olup ilgili ülkelerdeki tüm idari düzenlemeler ile finansman olanaklarına tek bir yerden ulaşılabilecek bir internet adresi düzenlenmesi ve yabancı girişimcilere pazara giriş aşamasında mevzuat vb. konularda tanıtım yapacak bir çevrimiçi danışmanlık birimi kurulması; şirket kuruluşu, vergi, elektronik imza gibi işlemler için mümkün oldukça dijital yöntemlerin uygulanması önerilmektedir³⁷⁹. Nitekim İtalya'da yapılan reform çerçevesinde notere alternatif olarak tamamen çevrimiçi şirket kuruluş imkanı tanınmış ve bu sayede 200 ile 350 Euro arası değişen kayıt ücreti haricinde masrafsız bir şekilde şirket kuruluşu gerçekleştirebilen şirketler ortalama 2.000 Euro tasarruf etmiş olmaktadır³⁸⁰.

³⁷⁷ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 194-196.

³⁷⁸ (Çevrimiçi), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52008PC0396&from=HR>, SET 01.10. 2022; Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 217 ve s. 219.

³⁷⁹ EU, **Standard of Excellence**

³⁸⁰ İtalya Ekonomik Gelişim Bakanlığı, **The Italian Startup Act**, Haziran 2019, s. 9.

Türkiye'nin bu bakımdan AB önerilerine yakın bir noktada olduğu söylenebilir; çevrimiçi vergi ödenmesi, elektronik imza gibi günlük işlemlerde kullanılabilecek dijital çözümler mevcuttur. Şirket kuruluşu bakımından ise 27.01.2013 tarihli ve 28541 sayılı RG'de yayımlanan Ticaret Sicili Yönetmeliğinde düzenlenen Merkezi Sicil Kayıt Sistemi ("MERSİS") sayesinde şirket kuruluşuna dair birçok işlem fiilen çevrimiçi olarak uygulanmaktadır. Bir adım ileri giderek, uygulamada -eksiklerine rağmen- MERSİS üzerinden işlem yaparken örnek nitelikte (model) esas sözleşme hükümleri yer aldığı da söylenebilir. Ancak hemen burada işaret etmekle yetinelim ki, Türk hukukunda anonim ve limited şirketlere ilişkin hükümlerin kural olarak emredici olması sebebiyle (TK m. 340, 579) bu örnek hükümlerin değiştirilmesi "teoride" mümkün gözükse de sicil işlemleri sırasında bu hükümlerde gerçekleştirilen değişikliklerin bürokratik engellerle karşılaştığı görülmektedir. Öte yandan her ne kadar MERSİS üzerinden işlemler yapılsa da genellikle bir aksaklık çıkmakta ve yine sıklıkla yüzyüze işlem yapılması ihtiyacı doğmaktadır. Buna karşılık herhangi bir aksaklık yaşanmadığı takdirde İstanbul Ticaret Odası verilerine göre, örneğin bir limited şirket yaklaşık yarım saat gibi bir sürede tescil edilmektedir³⁸¹. Yine 15.07.2016 tarihli ve 6728 sayılı kanun kapsamında TK hükümlerinde yapılan değişikliklerle şirket kuruluşlarında şirket sözleşmesinin noter onayına alternatif olarak ticaret sicili müdürü veya yardımcısı huzurunda imzalanması imkanı tanınması, kuruluş belgeleri arasından kuruluş beyanının kaldırılması da şirket kuruluşunun kolaylaştırılması amacıyla atılan adımlardır.

3. Bir Ayni Sermaye Olarak Fikir

Özellikle başlangıç aşamasında -esasen teknoloji şirketleri için çoğu aşamada- girişimciler için en önemli sermaye unsuru fikirdir. Fikir şartları sağladığı ölçüde eser, faydalı model veya patent şeklinde gayrimaddi malvarlığı unsuru sayılarak ayni sermaye teşkil edebilir. Bilindiği üzere, TK m. 127'de sayılan malvarlığı unsurlarından para dışında kalan diğer unsurlar, fikri mülkiyet hakları dahil olmak üzere, ayni sermaye olarak kabul edilmektedir. Dolayısıyla şirketin sahip

³⁸¹ (Çevrimiçi) https://www.ito.org.tr/documents/Ticaret-Sicil/ltd_kurulus_surec/2022sayilarttr.pdf, SET 01.10.2022.

olduğu elektronik ortamlar, alan adları (domain), internet siteleri de dahil olmak üzere birçok varlığın fikri mülkiyet hakkı teşkil ettiği ölçüde sermaye olarak taahhüdü mümkündür. Şirkete taahhüt edilecek sermayenin aynı sermaye olarak nitelenmesinin sonucu TK m. 343 (limited şirket bakımından TK m. 578) uyarınca şirket merkezinin bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesi tarafından atanacak bilirkişiler tarafından ilgili sermaye unsurunun değerlemesinin yapılmasıdır.

Aynı sermaye konusunda girişim şirketleri için asıl sorun teşkil eden kısım, değerlendirme prodesedüründen kaynaklanmaktadır. İlgili fikri haklar özellikle girişim şirketi gerçek potansiyeline ulaşana kadar isabetli bir biçimde değerlemeye tabi tutulamamaktadır. Özellikle mahkeme tarafından atanan bilirkişilerin bu konuda isabetli bir tespit yapamadığı ve çeşitli mağduriyetlere yol açtığı görülmektedir. Zira yapılacak yanlış bir değerlendirme, şirketin değerlemesinin gereğinden düşük çıkmasına yol açabilir ve potansiyel yatırım miktarı ile yatırım sonrası yatırımcı-girişimci pay dağılımında sorun yaratabilir. Bu bakımdan yurtdışında Hollanda'nın aynı sermaye değerlemelerini bizzat şirketin yapmasına izin vermesi ve şirketçe yapılan değerlemeyi onaylamak için denetçi zorunluluğunu kaldırması bu mağduriyetleri gidermeye yöneliktir. Kuruluş asgari sermayesinin azaltılması da sorunun çözümüne kısmen fayda sağlamaktadır. Şöyle ki, daha önce ifade ettiğimiz üzere başlangıç aşamasındaki girişimcinin en temel sermayesi gerçek değeri kolayca tespit edilemeyecek olan “fikir”dir³⁸². Girişimci 1 Euro gibi sembolik bir miktar ile şirket kurabildiği takdirde, elindeki tek sermaye olan fikrini aynı sermaye olarak taahhüt etmek ve dolayısıyla değerlemesini yaptırmak zorunda kalmayacaktır. Ancak yine de yatırımcıların fikri hakların girişim şirketinde bulunmasını istemesi ve sonradan yapılan işlemlerin vergisel boyutu, nihayetinde bu çözümün yetersiz kalmasına sebep olmaktadır.

Bu açıklamalar ışığında Türkiye bakımından da asgari sermayenin azaltılması önerisine ek olarak (veya bu öneriyle birlikte), girişim şirketlerinin kuruluşu aşamasında fikri hakların aynı sermaye olarak değerlendirilmesi hakkında Hollanda'ya benzer bir çözüme gidilerek şirketlere kendi değerlemelerini yapabilme imkânı sağlanması gerektiği kanaatindeyiz. Esasen bu şirketlere yatırım yapan yatırımcıların

³⁸² Ancak unutulmamalıdır ki, fikir “fikri hak” teşkil edecek ölçüde somutlaşmadığı takdirde hukuki işlem konusu olabilecek bir malvarlığı dahi teşkil etmeyecektir.

genellikle GSYF, GSYO veya melek yatırımcı gibi nitelikli yatırımcılardan oluşuyor olması ve yatırım yaparken kendilerinin de ayrıca değerlendirme yapması veya mevcut değerlemenin doğruluğunu “tartabilecek” tecrübeye olması sebebiyle piyasayı etkileyecek herhangi bir kötüye kullanım riski olmayacaktır. Kaldı ki, böyle bir ihtimalin önüne geçmek üzere, şirketlerin değerlendirme yaptıracakları uzmanlara ilişkin belirli nitelik şartları yahut uzmanlara yüklenecek sorumluluk hükümleri ile olası risklerin bertaraf edilmesi mümkündür. Üçüncü kişiler bakımından ise özel bir girişim şirketi türü ihdas edildiğinde ticaret unvanında yer alacak olan bu ifade gerekli uyarı işlevini yerine getirecektir. Konuya ilişkin detaylı açıklama, değerlendirme ve gerekçelerimiz aşağıda Aynı Sermaye Taahhüdü başlığındaki değerlendirme ve önerilerimizde yer almaktadır.

D. Regülasyon Arbitraji

1. Genel Olarak

Yukarıda, özellikle AB üyeleri arasında, girişim sermayesini ve şirket kurulmasını teşvik etmek üzere bir yarış olduğunu; bu yarışın ekonomik politikalarda önemli bir yer tuttuğunu belirtmiştik. Bu bakımdan ülkeler arasındaki farklı hukuki düzenlemeler girişimci ve işletmelerin tercihlerini etkilemektedir. Avrupa Adalet Divanı tarafından verilen 09.03.1999 tarihli ünlü *Centros* kararı yerleşme serbestisi (freedom of establishment) bağlamında tartışılan ve şirket penceresinden bakıldığında “şirket mobilitesi”, regülasyon penceresinden bakıldığında ise “regülasyon arbitraji” olarak isimlendirilen iki kavrama dayanak olmuştur. Bu kavramların kısaca, bağlama noktalarının “manipüle” edilerek şirket politikalarına elverişli hukuki rejimlerin elde edilmesi şeklinde açıklanması mümkündür³⁸³.

Yerleşme serbestisi, gerçek kişilere olduğu kadar kayıtlı ofisi, idare merkezi (central administration) veya fiili merkezi (principal place of business) AB içerisinde olan şirketlere de uygulanabilmektedir. Öte yandan milletlerarası özel hukuk anlamında devletler, birbirinden tamamen farklı olan yönetim merkezi (real seat

³⁸³ Carsten Gerner-Beuerle, Federico M. Mucciarelli, Edmund Schuster, Mathias Siems, “The Illusion of Motion: Corporate (Im-)mobility and the Failed Promise of Centros”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Working Paper No: 458/2019, s. 3.

theory)³⁸⁴ ve kuruluş yeri (incorporation theory) iki farklı yöntem tercih etmektedir³⁸⁵. Bu tercihler, şirket kuruluşu açısından incelendiğinde, kuruluş yeri teorisini benimseyen devletlerin, diğerlerinin aksine, kayıtlı ofis ile şirket idaresinin farklı yerlerden yapılabilmesine imkân tanıdığı görülmektedir³⁸⁶. Kuruluş yeri teorisini benimsemeyen ülkeler, başlangıçta bu ilkeye göre başka bir ülkede kurulan şirketlerin kendi ülkelerinden idare edilmesine izin vermemekte iken ilerleyen süreçte, “şirket mobilitesi” içtihadının AB tarafından süregelen tek pazar politikası için bir araç olarak görülmeye başlanması sebebiyle tam tersi bir uygulamaya geçilmiştir³⁸⁷.

Centros, Danimarkalı 2 kişi tarafından İngiltere’de kurulan ve Danimarka’da şube açmayı hedefleyen bir şirket olup Danimarka otoritelerinin bu şirketin İngiltere’de kuruluş sebebinin Danimarka’daki asgari sermaye yükümlülüğünün dolanılması olduğunu savunarak Avrupa Adalet Divanı’na bir üye devlette kurulan şirketin başka bir üye devlette faaliyet göstermek için şube açıp açamayacağı sorusunu yöneltmesiyle konu değerlendirilmiş ve kuruluş yeri teorisini benimseyen bir ülkede kurulan şirketin başka bir üye ülkede faaliyet gösterebileceği sonucuna ulaşılmıştır³⁸⁸. Takip eden diğer kararlarla birlikte değerlendirildiğinde, Avrupa Adalet Divanı’nın kuruluş yeri teorisi veya yönetim merkezi teorisini uygulayan bir

³⁸⁴ Genel bir tanımı bulunmamakla birlikte, karar alma/yönetim merkezi olarak ifade edilmekte ve bağlayıcı olmamakla birlikte yönetim kurulu toplantılarının sıklıkla yapıldığı yer olarak düşünülmekte olduğu yönünde bkz. Gerner-Beuerle vd., **Corporate (Im-)mobility**, s.6. Esasen bu yöntemin alacaklı veya pay sahiplerini korumaktan öte, devletlerin kendi sınırları içerisindeki ticari düzene ilişkin otoritesini korumak amacıyla benimsendiği yönünde bkz. Martin Gelter, “Centros and Defensive Regulatory Competition: Some Thoughts and a Glimpse at the Data”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Working Paper No: 472/2019, s. 9.

³⁸⁵ Detaylı bilgi için bkz. Gülören Tekinalp, “Milletlerarası Özel Hukukta Ortaklıkların Merkezi Kriteri AT Hukuku ve MÖHUK”, **Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni**, C: 19, S: 1, 1999, s. 909-921. Türk hukukunda kural olarak idare merkezi ve hakimın takdirine bağlı istisna olarak gerçek idare merkezi ilkesinin uygulanacağı ve Türkiye’de kurulan bir şirketin idare merkezinin Türkiye olacağı hakkında bkz. **a.e.**, s. 919.

³⁸⁶ Stefano Lombardo, “Regulatory Competition in European Company Law. Where do we stand twenty years after Centros”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Law Working Paper No:452/2019, s. 7; Bkz. ve karşı. Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 8.

³⁸⁷ Lombardo, **Regulatory Competition**, s. 8. Amerika’da ise eyaletler arasında kuruluş yeri teorisinin benimsenmesinin Delaware’in şirket kuruluşları yönünden baskınlığıyla neticelendiği hakkında bkz. **a.**, s.9. Bu noktada Delaware’in girişim ekosistemi açısından baskın konumunu da gerek ABD gerekse devletler arası regulasyon arbitrajı çerçevesinde değerlendirmek mümkündür.

³⁸⁸ Lombardo, **Regulatory Competition**, s. 16; 1988 yılında ise *Daily Mail* kararında, Avrupa Adalet Divanı İngiliz limited şirketi olan ve vergi avantajları sebebiyle idare merkezini Hollanda’ya taşımak isteyen şirket hakkında şirket mobilitesine izin verilmediği hakkında bkz. **a.e.**, s.15; Centros kararı hakkında ayrıca bkz. Tekinalp, **Ortaklıkların Merkezi Kriteri**, s. 910 vd.

ülkede kurulan şirketin, kurulduğu ülke bakımından geçerli bir şekilde kurulması halinde, diğer üye ülkelerdeki faaliyetlerinin engellenmesi niteliğindeki müdahalelerin kabul görmeyeceği sonucuna ulaşılmaktadır³⁸⁹. Dolayısıyla mevcut durum itibarıyla şirketler, AB içerisinde istedikleri hukuki imkanlardan faydalanarak, regülasyon arbitrajı yapacak şekilde, seçtikleri ülkede kuruluş veya yeniden kuruluş (yahut milletlerarası özel hukuk anlamında uygulanacak hukuku/bağlama noktalarını değiştirecek nitelikteki değişiklikler) tercih edebilir³⁹⁰. Ancak somut olaya göre istisnai bazı konularda örneğin uygulamada teknik iflas olarak anılan borca batıklık veya sermaye kaybı gibi iflas hukukuyla kesişen ve aradaki ayrımın zor olduğu - örneğin şirketi olası bir iflastan korumaya yönelik mekanizmalar- alanlarda devlet tarafından “gerçek bağlantı” şartının arandığı, diğer bir deyişle şirket mobilitesinin tam anlamıyla kabul görmediği görülmektedir³⁹¹. Regülasyon arbitrajı yapmak üzere, ülke hukukları hakkında çalışma yapan ve mevcut veya potansiyel şirket yapısını buna göre tasarlayacak girişim şirketlerinin olası istisnaları da dikkatle değerlendirerek plan yapması gerekmektedir. Aksi takdirde, dikkate alınmayan bazı istisnalar ve bunlardan kaynaklanan hukuki belirsizlikler yahut başta öngörülme-yen diğer yükümlülükler girişim şirketlerine hedeflenen faydadan daha büyük yükler yükleyebilir³⁹². Çalışmamızın kapsamını aşmamak ve konuyu milletlerarası özel hukuk bağlamına taşımamak amacıyla buradaki açıklamalarımızı sınırlı tutuyoruz.

³⁸⁹ Genel olarak kararlar ve detaylı bilgi için bkz. Lombardo, **Regulatory Competition**, s. 17 vd. Bu bakımdan eserde şirketin tanınması, birleşmelerin kabulü, başka ülkede yeniden kuruluş öncelikle tasfiye zorunluluğunun kabul edilmemesi gibi konularda kararlara rastlanmaktadır.; Gerner-Beuerle vd., **Corporate (Im-)mobility**, s. 4; İsmail Kırca, Feyzan H. Şehirali Çelik, Çağlar Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku, C:1, Temel Kavram ve Ülkeler, Kuruluş, Yönetim Kurulu**, On İki Levha Yayıncılık, Ankara, 2013, s. 24 vd. Ayrıca belli oranı aşan pay edinimlerinin bakanlık onayına bağlanması, nitelikli işlem veya esas sözleşme değişikliklerinin onaya bağlanması gibi uygulamaların sermayenin serbest dolaşımının engellenmesi olarak değerlendirilebileceği hakkında bkz. **a.e.**, s. 29; Ayrıca detaylı incelemeler için bkz. ve karşı. Tekinalp, **Ortaklıkların Merkezi Kriteri**, s. 911 vd.

³⁹⁰ Lombardo, **Regulatory Competition**, s. 21.

³⁹¹ Gerner-Beuerle vd., **Corporate (Im-)mobility**, s. 7; Lombardo, **Regulatory Competition**, s. 27. Ayrıca şirket mobilitesinin uygulanmayacağı veya hukuki belirsizlik oluşacak haller hakkında detaylı bilgi için bkz. Gerner-Beuerle, **a.g.e.**; Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 13 vd.; Yine başka ülkede faaliyet göstermek isteyen şirketin kurulduğu ülke tarafından engellenmesine ilişkin sınırlamalarda dış göç politikası olarak farklı değerlendirme gerektirebildiği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 25. Ayrıca AB üyesi olmayan Türkiye bakımından merkez seçilen yer ile hukuki veya fiili bağlantı olmadığı takdirde sicil müdürünün şirketi tescilden kaçınabileceği yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, **a.g.e.**, s. 76.

³⁹² Gerner-Beuerle, **Corporate (Im-)mobility**, s. 15; Örneğin Alman kurucuların İngiltere’de kurduğu şirketlerin tabi olacağı kamuyu aydınlatma yükümlülüğünün kurucuların beklemediği masrafları doğurabileceği yönünde bkz. Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 12.

Regülasyon arbitrajı yapmaktan konu açılmış iken, değerlendirmelerde *Centros* kararının merkeze alınması sebebiyle konu AB ve yerleşme serbestisi ekseninde tartışılmakla birlikte, genel anlamı itibariyle şirketlerin kendileri için daha elverişli yerleri tercih etmesini ifade eden bu kavramın ABD bakımından daha eski olduğunu; ABD ve ABD içerisindeki Delaware bölgesinin bu açıdan ilk tercihler arasında olduğunu tekrar hatırlatalım³⁹³. Örneğin, azınlığı korumak için zorunlu hükümler olmaması, mahkemelerin uzmanlığı ve hukuk kuralları Delaware’i esnek bir sistem olarak öne çıkarmaktadır³⁹⁴. Yine benzer şekilde, tüzel kişilik perdesinin aralanması içtihatlarının daha yaygın olduğu bir eyalette bulunan şirketin başka bir yerde kurulmayı tercih etmesi ihtimal dahilinde olup örneğin tüzel kişilik perdesinin aralanması konusunda karşıt ve katı bir tutum takınan Nevada eyaletinin birçok şirket tarafından güvenli bir liman olarak tercih edilir hale geldiği belirtilmektedir³⁹⁵. Yukarıda serbesti ve esneklik başlığında açıkladığımız Delaware’deki “series LLC” uygulaması da şirket kuruluşunda tercih edilecek eyaletin seçimi aşamasında gözetilen bir noktadır³⁹⁶. Bu noktada ABD ve AB içerisindeki “regülasyon arbitrajı” fırsatları karşılaştırıldığında, ABD’de daha çok “sorumluluk” hükümlerinin, AB’de ise yukarıda açıkladığımız şirket kuruluş süreci, masrafı, aynı sermayenin değerlemesi ve asgari sermayeye ilişkin hükümlerin dikkate alındığı görülmektedir³⁹⁷.

Burada vurgulanan husus, yapılan mevzuat değişiklikleriyle devletlerin girişimleri ülkelerine çekebilecek ve bunu yukarıda politika başlığında da üzerinde durduğumuz üzere ekonomik faydaya çevirebilecek olmasıdır. Mevcut durum itibariyle ülkemiz gerekli yasal altyapıyı sağlamadığı müddetçe “regülasyon

³⁹³ Bu yönde bkz. Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 3 vd. ve s. 10; Avrupa’da ise genel tercihin İngiltere ve Galler olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 9; Anonim şirketler bakımından benzer değerlendirme için bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku**, s. 3.

³⁹⁴ Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 5-7.

³⁹⁵ Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s.6 vd. Bu bakımdan Nevada’daki çoğu şirketin belirli bir faaliyet göstermeyen “kalkan” şirketler olduğu yönünde bkz. **a.e.**, dn. 28. Ancak bazı eyaletlerin bu konuda kuruluş yeri hukukunu uygulamaktan kaçınabileceği hususununda da karşıt görüş belirtilmesi hakkında bkz. ve karşıt. **a.e.**, s. 8.

³⁹⁶ Delaware, Nevada, Texas, Utah, Illinois, Oklahoma, Tennessee gibi eyaletlerde de kabul edilen ve inovasyon aracı olarak anılan bu yönteme Delaware mahkemelerinin daha alışıksız olması sebebiyle Delaware eyaletinin tercih edildiği yönünde bkz. Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 7.

³⁹⁷ Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 10. Öte yandan AB için sayılan unsurların kısa vadede daha ulaşılabilir olduğu, ABD’deki unsurların ise gündeme gelmesinin düşük bir ihtimal olduğu, gündeme gelse bile uzun yıllar sonra olası davalara konu olacağı yönünde bkz. **a.e.**, s. 11.

arbitrajı” yapmayı hedefleyen şirketler yurtdışı örneklerle yönelmektedir. Gerek Türk girişimcilerin yuvada kalması gerekse de yabancı girişimcilerin ülkeye çekilebilmesi adına çalışmamızda yer verdiğimiz hususlar da dikkate alınarak yapılacak düzenlemelerle Türkiye’nin devletlerarası rekabette öne geçmesi mümkündür.

2. Flipping

İşletme planları çerçevesinde, gerek regülasyon arbitrajı yapmak için kurulan gerekse de böyle bir amaç olmadan kurulan bazı şirketlerin, mevcut pay sahipliği yapısını koruyarak farklı bir ülkede kurulu olmanın alternatif avantajlarından faydalanmak istediği görülmektedir. Bunun için şirketler, hedefledikleri ülkede yeni bir şirket kurarak mevcut şirketin tek pay sahibi olarak yeni kurulan şirketi belirlemekte ve yeni şirketin pay sahipliği yapısını mevcut eski şirketin pay sahipliği yapısıyla aynı yapmaktadır³⁹⁸. Bu durumda arada hâkim şirket-bağlı şirket ilişkisi oluşmakta ve hâkim şirket niteliği kazanan hedef ülkedeki şirket adeta bir holding haline gelmektedir. Örneğin Türkiye’de kurulan ve yeterli büyüklüğe ulaştığını düşünerek ABD’de halka arz olma hedefi taşıyan, bunun için de en uygun yolun ABD’de kurulu bir şirket olması gerektiği sonucuna ulaşan ve her biri %50 oranında paya sahip iki girişimcinin ortak olduğu bir anonim şirket düşünelim. İki ortak, ABD’de yine %50 pay sahibi olacak şekilde bir şirket kurdukları ve bu şirket Türkiye’deki şirketin %100’üne sahip olduğu takdirde, ortaklar bakımından kontrole ilişkin veya şirket faaliyetlerine ilişkin bir farklılık yaşanmadan ABD’de kurulu bir şirket yapısıyla işlemin yapılmasına sebep olan hedef gerçekleştirilebilir. Bu işlem uygulamada “flip” olarak isimlendirilmektedir. Yabancı uygulamaya özgü bir terim olan bu kavramın Türk uygulamasında zaman zaman “spin-off” kavramı ile karıştırıldığı görülmektedir. Hemen belirtelim ki, bu iki kavram birbirinden tamamen farklı olup spin-off mevcut bir şirketten bölünme işlemi ile yeni bir şirket

³⁹⁸ Bu işlem için Delaware’de genellikle C-Corp şirket tipinin tercih edildiği ve limited şirketlerin yatırımcı nezdinde daha az tercih edildiği yönünde bkz. Louis Lehot, Alexander Ravski, **Flipping Your Business into the United States: Meet the Delaware C Corporation** (Çevrimiçi), <https://www.jdsupra.com/legalnews/flipping-your-business-into-the-united-4658631/>, SET 08.10.2022; Aynı yönde bkz (Çevrimiçi), <https://www.blackbird.vc/blog/flip-ups-not-as-scary-as-you-think>, SET 09.10.2022; (Çevrimiçi), Thomas Richman, **Party in the USA: How to Flip Up Your Startup**, <https://legalvision.com.au/party-in-the-usa-how-to-flip-up-your-startup/>, SET 09.10.2022; (Çevrimiçi), <https://sapphireventures.com/blog/what-european-founders-need-to-know-about-flipping-to-a-u-s-company-structure/>, SET 09.10.2022.

kurulmasını ifade etmektedir. Bu bakımdan “sıfırdan” kurulan girişim şirketlerinin (start-up) spin-off bir şirket ile taban tabana zıt bir yapı olduğu izahtan varestedir.

Yukarıdaki %50 oranında paya sahip iki ortaklı şirket örneğiyle devam edelim. Konunun anlaşılması için verilen bu örnekte gayet basit bir şirket pay sahipliği yapısı bulunmaktadır. Ancak ortaklık yapısı genellikle çok daha karmaşık olmakta ve bu durum işlemin de zor, maliyetli ve karmaşık bir işleme dönüşmesine yol açmaktadır. Gerçekten de hangi sebeple olursa olsun yurtdışına açılmayı arzulayan bir girişim şirketi esasen belirli bir büyüklüğe ulaşmış ve dolayısıyla, yüksek bir ihtimalle, başlangıç yatırımları almıştır. Bu durumda ortaklık yapısı çeşitli opsiyonlarla, farklı oranlardaki paylara sahip mevcut veya “potansiyel”³⁹⁹ çeşitli GSYF, GSYO ve melek yatırımcılarla dolu olacaktır. Şu hâlde, girişim şirketlerinin yurtdışı stratejilerini mümkün olduğu kadar erken belirlemesi ve mümkünse yatırımcıların devreye girmediği bir aşamada, diğer bir deyişle “ortalık karışmadan”, gerekli işlemleri yapması daha kolay olacaktır⁴⁰⁰.

Ayrıca belirtelim ki, flip işleminin vergisel veya operasyonel sebeplerle tam tersi şekilde yapılması da mümkündür. Şöyle ki, mevcut şirket, hedef ülkede kurulacak şirket için malvarlığını sermaye olarak taahhüt ederek hedef şirketin tamamına sahip olabilir veya fikri mülkiyet haklarının lisansı karşılığında hedef şirketin paylarına sahip olabilir⁴⁰¹. Bu durumda hedef şirket hâkim şirket değil, bağlı şirket niteliğinde olacaktır. Ancak belirtelim ki, özellikle yatırımcılar hedef şirketin

³⁹⁹ Potansiyel kelimesiyle aşağıda açıklayacağımız borç sermaye karması finansman ve benzer araçlarla şirkette henüz pay sahibi olmamış ancak belirli şartlar gerçekleştiği takdirde pay sahibi olacak yatırımcıları ifade etmekteyiz.

⁴⁰⁰ Lehot/Ravski, **Flipping**; Bu yönde ve ayrıca işlemlerin en iyi ihtimalle yaklaşık 15.000 dolar tutacağı yönünde bkz. ve karşı. (Çevrimiçi), <https://www.blackbird.vc/blog/flip-ups-not-as-scary-as-you-think>, SET 09.10.2022; (Çevrimiçi), <https://sapphireventures.com/blog/what-european-founders-need-to-know-about-flipping-to-a-u-s-company-structure/>, SET 09.10.2022; (Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/revisiting-delaware-flip-daniel-glazer/>, SET 09.10.2022.

⁴⁰¹ Bu yönde ve fikri mülkiyet haklarının devri kısmında vergisel açıdan inceleme yapılarak lisans yahut devir sözleşmesinden hangisinin daha faydalı olacağının dikkatlice incelenmesi gerektiği yönünde bkz. Lehot/Ravski, **Flipping**. Avusturya’da kurulan bir girişim şirketi açısından ise vergisel anlamda lisans yönteminin daha isabetli olacağı yönünde bkz. Richman, **Flip Up**; Delaware’deki şirketin bağlı şirket olmasının ABD vergi mevzuatı sebebiyle pek tercih edilmediği ancak doğru bir planlama ile örneğin İngiltere’den ABD’ye vergi yükü olmaksızın flipping yapılabileceği hakkında bkz. (Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/revisiting-delaware-flip-daniel-glazer/>, SET 09.10.2022.

hâkim şirket olmasını tercih etmekte ve yatırım yapacakları girişim şirketlerine yolladıkları “term-sheet” metninde bu taleplerini iletmektedir⁴⁰².

Flipping, şirketler tarafından genel olarak çeşitli vergisel veya yasal avantajlar sağlamak için yapılmaktadır. Ancak bu işlem uygulamada daha çok girişim şirketleri tarafından benimsenmektedir. Girişim şirketlerinin ise başlıca amacı ilgili ülke yatırımcılarına ulaşmaktır. Yukarıda Delaware hakkındaki açıklamalarımızda belirtildiği üzere, yatırımcılar yatırım yaptıkları şirketin tabi olduğu hukuka ve ilgili mahkeme içtihatlarına dikkat etmektedir. Hukuku ve içtihadıyla girişim şirketleri ve yatırımcılar için oldukça önemli bir adres olan Delaware bu sebeple flipping işlemlerinin de genel hedefidir⁴⁰³. Flipping işlemine başvuran girişimciler bu şekilde, yurtdışında (genellikle Delaware’de) yatırımcılara, hızlandırma programları (accelerator) ve kuluçka merkezlerine (incubator) ulaşabilmekte ve bir girişim şirketinin nihai hedefi olan halka arzı seçtiği ülkede (genellikle ABD) yapabilme imkanına kavuşmaktadır⁴⁰⁴. Ancak belirtelim ki, henüz yatırımcı bulamayan bir girişim şirketinin böyle bir maceraya başlaması doğru bir tercih olmayabilir; zira bu faydaların daha çok yatırımcıların somutlaştığı hallerde ortaya çıktığı ifade edilmektedir⁴⁰⁵. Ayrıca hedef ülkede işçi çalıştıracak, mevcut işçilerini bu ülkeye yollayacak, bu ülkedeki diğer işletmelerle ticari ilişkide bulunacak, bu ülkede geliri olan yahut bu ülkedeki müşteriler tarafından dava edilme

⁴⁰² Daniel Glazer, **When should a UK startup establish a US company?**, (Çevrimiçi), <https://www.wsgr.com/a/web/26607/When-should-a-UK-startup-establish-a-US-company.pdf>, SET 09.10.2022; Ayrıca bu şirketin tüm fikri mülkiyet haklarına sahip olmasının da beklendiği hakkında bkz. (Çevrimiçi), <https://www.blackbird.vc/blog/flip-ups-not-as-scary-as-you-think>, SET 09.10.2022.

⁴⁰³ Giudici/Agstner, **Startups**, 602; Gelter, **Defensive Regulatory Competition**, s. 8; Lehot/Ravski, **Flipping** (Çevrimiçi), Richman, **Flip Up**; Singapur, Hong Kong ve İngiltere’nin de tercih edilen ülkeler arasında olduğu yönünde bkz. (Çevrimiçi), <https://www.alliedlegal.com.au/blog/moving-overseas-the-a-b-cs-of-flip-ups/>, SET 09.10.2022; (Çevrimiçi), <https://sapphireventures.com/blog/what-european-founders-need-to-know-about-flipping-to-a-u-s-company-structure/>, SET 09.10.2022.

⁴⁰⁴ Lehot/Ravski, **Flipping**; Glazer, **UK Startup**; (Çevrimiçi), <https://sapphireventures.com/blog/what-european-founders-need-to-know-about-flipping-to-a-u-s-company-structure/>, SET 09.10.2022

⁴⁰⁵ (Çevrimiçi), <https://www.blackbird.vc/blog/flip-ups-not-as-scary-as-you-think>, SET 09.10.2022; Bu yönde ve ayrıca bazı durumlarda ABD’li yatırımcıların çekirdek yatırım aşamasında diğer potansiyel ABD’li yatırımcıların gelmesinden önce mevcut ülkede yatırımı tercih edebileceği hakkında bkz. (Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/revisiting-delaware-flip-daniel-glazer/>, SET 09.10.2022.

tehlikesi bulunan ve olası bir davada mevcut şirkettense hedef ülkedeki şirketin muhatap olmasını isteyen şirketler de bu yolu tercih edebilmektedir⁴⁰⁶.



⁴⁰⁶ Glazer, **UK Startup**

II. Çalışan Pay Edindirme Uygulamaları

A. Genel Olarak

Çalışanlara pay verilmesi birbirinden farklı sebeplerle, birbirinden farklı nitelik ve özellikteki şirketler tarafından tercih edilen bir uygulamadır. Halka arz aşamasındaki büyük bir şirket, çalışanlarını motive etmek için onlara pay verebileceği gibi, aşağıda açıklayacağımız üzere henüz yolun başında olan girişim şirketleri, gelecekteki şirket potansiyelinden pay alma motivasyonunu kullanarak nitelikli çalışanları etkilemek ve onları girişim şirketinin henüz düşük olan finansal yapısına uygun ücretlerle çalışmaya ikna etmek için bu yola başvurabilir. Öte yandan, Türk uygulamasında çalışanlar için bu tür uygulamaların pek görülmediği, genellikle çok uluslu şirketlerin yurt dışında mukim ana şirket veya bağlı şirket paylarını iktisap hakkı veren uygulamalara rastlandığı belirtilmektedir⁴⁰⁷. Ancak uygulamaya ilişkin bu tespiti girişim şirketleri açısından bir istisna getirmek mümkündür. Gerçekten gerek yurtiçi gerekse de yurtdışı uygulamada girişim şirketleri tarafından çalışanlara pay edindirme yöntemlerine ilişkin yoğun bir ilgi bulunmaktadır. “Hukuki masrafları” ödeyebilecek duruma gelen birçok girişim şirketi çalışanlarını motive ve ikna etmek için bu yola başvurmaktadır.

Sistematiik açıdan konuya kuruluş ve finansman başlıkları arasında yer verilmesi bilinçli bir tercihtir. Bir girişim şirketi kuruluşu takiben çeşitli sözleşmeler yaparak faaliyete başlar. Bu sözleşmelerin başında çalışanlarla olan sözleşmeler gelmektedir. İyi bir ekiple çalışmak isteyen ancak onların beklediği maaşı ödeyemeyecek durumda olan girişim şirketi “gelecekteki potansiyel başarısını”⁴⁰⁸ pazarlık konusu yaparak çalışanları ikna eder. Girişim şirketi bu aşamadan sonra, gerekli ekibi kurup çeşitli faaliyetlerde bulunarak yatırımcıların dikkatini çekeceğinden finansman da bu

⁴⁰⁷ İsmail Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, 3. bsk., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021; Kadir Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirkete Katılımı**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 46. Bununla birlikte, ülkemizde halka açık şirketlerin kamuyu aydınlatma bildirimleri kapsamında kamuya yansıyan örnek olarak Osmanlı Yatırım tarafından şarta bağlı sermaye artırımı yoluyla çalışanlara pay verilmesine ilişkin bkz. (Çevrimiçi), <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1029100>, SET 17.10.2022.

⁴⁰⁸ Senem Demirkan, **Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999, s. 4; Levent Biçer, **Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye**, İstanbul, 2009, s. 212; Nitekim gelecek vaat eden girişim şirketlerinin paylarının çalışanlar için önemli bir yatırım aracı olabileceği yönünde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 53.

aşamadan sonra gündeme gelmektedir. Girişim şirketi özelinde değerlendirmelerimize aşağıda yer verilecek olup bu başlıkta ilk olarak konuya ilişkin genel hukuki altyapı ortaya konulacaktır. Bu açıklamalar kapsamında çalışmamızın girişim şirketlerine yönelik olması sebebiyle, ayrıca belirtilmedikçe konu halka açık olmayan ve esas sermaye sistemini benimseyen şirketler çerçevesinde değerlendirilecektir. Bu sebeple hemen belirtelim ki, halka arz edilen veya halka açık şirketler ile kayıtlı sermaye sistemini benimseyen şirketler için açıklamalarımızdan ayrılan hususlar bulunmaktadır. Kayıtlı sermaye sisteminin daha yüksek sermaye gerektirmesi sebebiyle girişim şirketleri tarafından pek tercih edilmemesi, halka arzın girişim şirketleri için “mutlu sonla” biten bir hikâye ve girişim şirketi vasfının da sona ermesi anlamına gelmesi sebepleriyle bu farklılıklar çalışmamızın dışında tutulmuştur.

1. Pay Edindirilen Kişiyeye Göre Pay Edindirme

Tüzel kişi niteliğindeki girişim şirketi, faaliyetlerini bünyesinde yer alan gerçek kişilerle gerçekleştirmektedir. Bu kişiler şirketin organı niteliğindeki yönetim kurulu ve/veya genel kurul üyesi olabileceği gibi belirli bir görevi/işini yerine getirmek üzere şirkete karşı iş görme borcu üstlenen kişiler de olabilir. Genel kurulu oluşturan pay sahipleriyle şirket arasındaki ilişki pay sahipliğinden kaynaklandığından konuyu ilgilendiren bir yönü bulunmamaktadır. Asıl mesele yönetim kurulunu oluşturan ve şirket ile arasında sözleşmesel bir bağ bulunan yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yönetici pozisyonunda bulunan çalışanların “çalışana pay edindirmeye” ilişkin mevcut düzenlemeler kapsamına girip girmeyeceğine ilişkindir. Yine kapsamın belirlenmesi adına bu kişiler haricinde genel olarak “çalışan” kabul edilecek kişilerin kim olduğunun tespit edilmesi gerekmektedir.

a. Çalışan

4857 sayılı İş Kanunu m. 2/1 işçiyi “*bir iş sözleşmesine dayanarak çalışan gerçek kişi*” olarak tanımlamıştır. Dolayısıyla iş sözleşmesine ilişkin İş Kanunu m. 8’deki “*bir tarafın bağımlı olarak iş görmeyi (işçi), diğer tarafın da ücret ödemeyi (işveren) üstlenmesinden oluşan sözleşme*” ve BK m. 393’deki “*işçinin işverene bağımlı olarak belirli veya belirli olmayan süreyle iş görmeyi ve işverenin de ona*

zamana veya yapılan işe göre ücret ödemeyi üstlendiği sözleşme” şeklindeki tanımlardan hareketle, işçiyi ücret karşılığı bağımlı bir şekilde çalışan kişi olarak tanımlamak mümkündür. Bu noktada tereddüde mahal vermemek adına belirtelim ki, hizmet sözleşmesi ile iş sözleşmesi anlam itibarıyla farklılık arz etmemektedir. BK içerisinde ayrıca hizmet sözleşmesi olarak yer alan düzenlemeler, İş Kanunu’nda düzenlenmeyen ve özel kanun kapsamına girmeyen iş ilişkileri ile İş Kanunu kapsamında olan ancak İş Kanunu’nda hüküm bulunmayan durumlara uygulanmaktadır⁴⁰⁹. Bu noktada İş Kanunu kapsamına girmeyen (örneğin İş Kanunu m. 4’te sayılan istisnalar) kişiler dahi olsa, İş Kanunu’nun uygulanmayacak olması, aradaki ilişkinin iş ilişkisi ve çalışan kişinin işçi sayılmasına engel değildir⁴¹⁰.

İşin yapılma süreci, işin ne zaman ve ne şekilde yapılacağı gibi hususların işverence belirlenmesi, işverenin emir ve talimatları doğrultusunda iş görülmesi şeklinde tezahür eden bağımlılık unsuru, iş sözleşmesini diğer iş görme sözleşmeleri olan eser veya vekalet sözleşmesinden ayırt eden en önemli unsurdur⁴¹¹. Dolayısıyla girişim şirketine herhangi bir bağımlılık içerisinde olmaksızın kendi iş planına göre “yazılım” geliştirmeyi üstlenen bir yüklenici yahut herhangi bir sonuç taahhüdünde bulunmaksızın reklam faaliyetinde bulunan sosyal medya kullanıcısı ile girişim şirketi arasındaki ilişkiler iş sözleşmesi olarak nitelendirilemeyecektir. İlk örnekte eser sözleşmesi, ikinci örnekte vekalet sözleşmesi bulunmakta olup taraflar örneğin bu ilişkileri sözleşmede “hizmet sözleşmesi” olarak tanımlasa dahi sözleşmenin gerçek niteliği esas alınacağından ortada bir iş sözleşmesi ve “işçi” tarafı bulunmayacaktır⁴¹². Ancak şirket bünyesinde, “bağımlı” olarak çalışan bir yazılımcı veya iş geliştirme uzmanı işçi olarak kabul görecektir.

Çalışanlara pay edindirilmesine ilişkin düzenlemeler bakımından ise TK m. 380 ile TK m. 463 hükümlerinde “çalışan”, TK m. 461 hükmünde “işçi”, TK m. 522 hükmünde ise “çalışan” ve “işçi” ifadelerine yer verilmiş olması, bu tercihlerin

⁴⁰⁹ Nuri Çelik, Nurşen Caniklioğlu, Talat Canbolat, **İş Hukuku Dersleri**, 32. Bs., Beta Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 159 vd.; Sarper Süzek, **İş Hukuku**, 18. Bsk., Beta Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 220; Ömer Ekmekçi, Esra Yiğit, **Bireysel İş Hukuku Dersleri**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 5 vd.

⁴¹⁰ Ekmekçi/Yiğit, **Bireysel İş Hukuku**, s. 5.

⁴¹¹ Çelik/Caniklioğlu/Canbolat, **İş Hukuku**, s. 173 vd.; Süzek, **İş Hukuku**, s. 229 vd.; Ekmekçi/Yiğit, **Bireysel İş Hukuku**, s. 19 vd.

⁴¹² Tarafların sözleşmeyi nasıl tanımladığından ziyade gerçekte hangi sözleşme unsurlarının var olduğunun belirleyici olduğu yönünde bkz. Ekmekçi/Yiğit, **Bireysel İş Hukuku**, s. 22.

bilinçli olup olmadığı tartışmasına yol açmıştır. Diğer mevzuat hükümlerinden yola çıkarak çalışan ifadesinin işçi ifadesinden daha geniş olarak çırak ve stajyerleri de kapsadığı, TK m. 461/2 ve TK m. 463 hükümlerinin uygulanması anlamında hangi ifadeye yer verilirse verilsin geniş olarak yorumlamanın uygun olacağı belirtilmiştir⁴¹³. Kanaatimizce çalışan ve işçi ifadeleri aynı anlamı taşımakta olup bilinçli bir ayırım yapılmamıştır. Öte yandan uygulamada çırak veya stajyerin pay edindirme uygulamasına muhatap olma ihtimali yok denecek kadar azdır⁴¹⁴. Kaldı ki, bir girişim şirketinin faaliyet alanı dikkate alındığında 3308 sayılı Meslek Eğitimi Kanunu anlamında çırak çalıştırmasının ihtimal dahilinde olmadığı görülecektir. Düşük bir ihtimal olarak on veya daha fazla personele ulaşmış olma ve Yükseköğretim Kurulunca belirlenen alanlarla girişim şirketinin faaliyetinin örtüşmesi durumunda girişim şirketinin stajyer çalıştırması mümkün olmakla birlikte, yukarıda belirtildiği üzere şirketin bu kişilere pay edindirmesi pek muhtemel değildir. Bu noktada belirtelim ki, stajyer ve çırak kavramları 3308 sayılı Meslek Eğitimi Kanunu anlamında teknik kavramlar olup girişim şirketinin iş ilişkisinde veya iş planında bu kişileri yahut pozisyonlarını çırak/stajyer olarak tanımlamış olması başlı başına onları bu statüye sokmamaktadır. Yasal şartlar bulunmadığı ve bu kişiler bağımlı olarak çalıştığı takdirde iş sözleşmesi bulunacaktır.

Toparlamak gerekirse, kanaatimizce işçi ve çalışan kavramları aynı anlama gelmekte olup yukarıda açıklanan sebeplerle bu tartışmanın pratik bir sonucu bulunmamaktadır.

b. Yönetim Kurulu Üyeleri ve Üst Düzey

Yöneticilerin Durumu

Yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticilere pay verilmesine ilişkin uygulamalara rastlanılmaktadır. Özellikle yurtdışında bir emeklilik yöntemi olarak da görülen bu uygulamaya ilişkin Türk hukukunda özel bir düzenleme yer

⁴¹³ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 75 vd.; Geniş yorumu çırak ve stajyerler için değil ancak yönetim kurulu üyeleri için yapan yaklaşımlar için bkz. Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 210; Yönetim kurulu üyelerine ek olarak taşeron ve bağımsız tacir yardımcılarını da kavram içine dahil eden yaklaşım için bkz. Demir, **a.g.e.**, s. 37.

⁴¹⁴ Benzer yönde bkz. ve karş. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 77 vd.

almamaktadır. Bu bağlamda yönetim kurulu ve üst düzey yöneticilerin “çalışan pay edindirme” hükümleri kapsamına girip girmediği sorusu akla gelmektedir.

İlk olarak yönetim kurulu ile yönetim kurulu üyeliğini ayırt etmek gerekmektedir. Yönetim kurulu ile şirket arasında sözleşmesel bir ilişki değil, organik bir bağ bulunmaktadır⁴¹⁵. Buna karşılık, yönetim kurulu üyeliği ise genel kurul tarafından yapılan (veya esas sözleşmeyle ya da somut olaya göre YK tarafından yapılan) üye seçiminin icap teşkil ettiği ve ilgili kişinin kabulüyle kurulan, -özel olarak ilişkiyi iş sözleşmesine çeviren bir unsur olmadıkça- vekalet sözleşmesi niteliği arz eden bir sözleşmedir⁴¹⁶. Zira yönetim kurulu üyesinin, şirket ile arasındaki ilişki “bağımlılık” unsurunu içermemektedir⁴¹⁷. Durum böyle olunca, yönetim kurulu üyeleri kural olarak “çalışan” vasfı taşımadığından çalışanlar için öngörülen düzenlemelerden faydalanamayacaktır⁴¹⁸. Nitekim şarta bağlı sermaye

⁴¹⁵ ÇAMOĞLU(Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar I**, n. 543; Karş. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, n. 11-01; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 210; Görkem Gündoğdu, Hasan Kaplan, “Anonim Ortaklık ile İşçileri Arasındaki İlişkide Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Durumu”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C: 65, S: 2, 2007, s. 253-271, s. 256; Levent Uysal, “6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve Ticaret Kanunu Tasarısı Kapsamında Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu -I”, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, C: 1, S: 80, 2009, s. 315-366, s. 318; Kurul ve kurul üyeliği kavramlarını ayırmaksızın kurul ve şirket arasındaki ilişkiyi değerlendiren bir eser için bkz. Ahmet Necip Koçak, **Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu**, İstanbul, 2018, s. 41.

⁴¹⁶ Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, 4. Bsk, Yasa Yayıncılık, İstanbul, 1989, s. 202; ÇAMOĞLU(Poroy/Tekinalp), **Ortaklıklar I**, n. 543; İlişkinin iki boyutlu olduğu ve şirketle ilişkilerde organ konumundan dolayı TK hükümlerinin uygulama bulacağı, bunun haricinde vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulama bulacağı yönünde bkz. Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, **Anonim Şirketler**, s. 458; Aynı yönde Karş. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 283; Üyenin üçüncü kişi olmaması sebebiyle vekil Fatih Arıcı, Cem Veziroğlu, **Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 54; Gündoğdu/Kaplan, **Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Durumu**, s. 261; Koçak, **Yönetim Kurulu**, s. 41 vd.; Ramazan Gönen, **Tüzel Kişilerin Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyeliği**, İstanbul, 2015, s. 46; Kübra Doğan Yenisey, “Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyeliği ve İş Sözleşmesi”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C: 74, S: Prof. Dr. Fevzi Şahlanan’a Armağan Sayısı, s. 313-336, s. 319 vd.; Yönetim kurulu üyeliğinin de organ ilişkisi olduğu hakkında Karş. Mehmet Helvacı, **Anonim Şirkette Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Sorumluluğu**, İstanbul, 1994, s. 48.

⁴¹⁷ Kırca/Şehirali Çelik/Manavgat, **Anonim Şirketler**, s. 456; Yenisey, **Yönetim Kurulu Üyeliği**, s. 318 vd.; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 80 vd.; Karş. Gündoğdu/Kaplan, **Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Durumu**, s. 261; Ayrıca sözleşmeyi işçiye verilen talimat ile vekil edenin yönelttiği talimatı karşılaştırarak vekalet benzeri olarak değerlendiren görüş için Karş. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, n. 12-112; Bağımsızlık unsuruna değinmeksizin gerekçe olarak yönetim kurulu üyelerinin işveren vekili sıfatına vurgu yaparak ilişkinin kural olarak iş sözleşmesi olmayacağı görüşü için Karş. Koçak, **Yönetim Kurulu**, s. 48.

⁴¹⁸ Arıcı/Veziroğlu, **Kaldıraçlı Devralma**, s. 55; Aksi yönde yönetim kurulu üyelerinin geniş anlamda çalışan kavramı kapsamında olduğuna ilişkin farklı görüşler için bkz. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 146; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 210; Demir, **a.g.e.**, s. 37.

artırımını düzenleyen Alman Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu m. 192/2-(3) hükmü de çalışan ve yönetim kurulu üyelerini ayrı ayrı zikretmiştir.

CEO (icra kurulu başkanı) veya genel müdür⁴¹⁹ gibi unvanlar çalışanların şirket ile aralarındaki ilişki ise, özel olarak bağımlılık unsuru kaldırılmadığı müddetçe iş ilişkisi olacak ve bu kişiler çalışan sıfatını kazanarak yukarıda anılan hükümlerden faydalanabilir hale gelecektir⁴²⁰. Ancak bu noktada yönetim kurulu üyesi olmayan ve işçi sıfatı taşıdığı kabul edilen bu kişilere “yönetim yetkisi” devredilmesi halinde bağımlılık unsurunun kalkacağı ve iş ilişkisinin sona ereceği yönünde yaklaşımlar olduğunu belirtelim⁴²¹.

Buna karşılık uygulamada yönetim kurulu üyelerine aynı zamanda genel müdürlük veya benzer bir pozisyon verildiğine rastlanılmaktadır. Böyle bir durumda işçi ve işveren sıfatının birleştiği ve bu sebeple yönetim kurulu üyesinin işçi sayılamayacağı; şirkette pay sahibi olmayan (ya da sadece sembolik oranda paya sahip olan) ve özel olarak temsil ve yönetim yetkisi devredilmeyen yönetim kurulu üyelerinin ise bağımlılık unsuru taşıyan bir görevi varsa işçi sayılabileceği yönünde değerlendirmelere konu olan içtihat bulunmaktadır⁴²². Gerçekten anılan kararlar

⁴¹⁹ Anonim şirket üst düzey yöneticisi genel müdür pozisyonu ile limited şirkette organ olan müdürü karıştırmamak gerekir. Limited şirket müdürü organ niteliğinde olduğundan Yargıtay kararlarında işçi olarak kabul edilmemekte, anonim şirket genel müdürleri ise yönetim kurulu üyeliği gibi harici değerlendirme gerektiren bir husus olmadıkça işçi olarak kabul edilmektedir. Ortak olup olmadığına bakılmaksızın organ niteliği sebebiyle limited şirket müdürünün işçi sayılamayacağına ilişkin bkz. Yargıtay 22. HD. E. 2017/13966, K. 2018/15652 sayılı ve 25.06.2022 tarihli karar, Yargıtay 22. HD. E. 2013/28619, K. 2014/36955 sayılı ve 25.12.2014 tarihli karar, Yargıtay 22. HD. E. 2017/15836, 2018/28021 K. sayılı 24.12.2018 tarihli karar. Anonim şirketlerde müdür kavramı hakkında detaylı bilgi için bkz. Bedir Karaca, **Anonim Ortaklıkta Müdürler ve Hukuki Sorumluluğu**, İstanbul, 2004.

⁴²⁰ Benzer yönde karış. Arıcı/Veziroğlu, **Kaldıraçlı Devralma**, s. 54; Yenisey, **Yönetim Kurulu Üyeliği**, s. 322.

⁴²¹ Yenisey, **Yönetim Kurulu Üyeliği**, s. 330 vd.

⁴²² Bu konuda kararlardan ilkinde kurucu ortak, yönetim kurulu üyesi ve genel müdür sıfatlarını taşıyan davacının işçilik alacağı talebinin “*davacının davalı şirkette sigorta kaydı bulunmadığı, ayrıca şirketteki ortak ve genel müdürlük sıfatları da birlikte değerlendirilmesi gerektiği, bu durumda dava konusu talep ile ilişkili hak ve alacağının bulunmadığı gerekçesi*” ile reddedildiği görülmektedir. Karar için bkz. Yargıtay 11. HD. E. 2016/14028, K. 2018/5399 sayılı ve 18.09.2018 tarihli karar (Yargıtay Karar Arama); Yargıtay 9. HD. E. 2010/51284, K. 2013/9060 sayılı ve 18.03.2013 tarihli karar (Yargıtay Karar Arama). Ayrıca aynı yönde bkz. Yargıtay 22. HD. E. 2015/22734, K. 2017/22191 sayılı ve 19.10.2017 tarihli karar, Yargıtay 22. HD. E. 2013/29913, K. 2015/4347 sayılı ve 10.02.2015 tarihli karar, Yargıtay 7. HD. E. 2014/2091, K. 2014/2808 sayılı ve 14.01.2014 tarihli karar, Yargıtay 22. HD. E. 2015/30121, K. 2016/14420 sayılı ve 11.05.2016 tarihli karar, Yargıtay 9. HD. E. 2020/2942, K. 2020/14478 sayılı ve 03.11.2020 tarihli karar. Aynı yönde ve hatta yönetim kurulu üyelerinin bilinçli olarak bu görevlere atanarak kötüye kullanım iddiasının ileri sürüldüğü karar için bkz. Yargıtay 9. HD. E. 2008/35169, K. 2010/28779 sayılı ve 12.10.2010 tarihli karar.

incelendiğinde Yargıtay tarafından tüzel kişiler bakımından somut işveren ve soyut işveren ayrımı yapıldığı, buna göre yönetim ve temsil yetkisinin devredildiği yönetim kurulu üyelerinin kişi-organ sıfatıyla somut işveren olduğu, tüzel kişinin ise soyut işveren olduğu kabulüyle karşılaşılmakta, işçi ve işveren sıfatının aynı kişide toplanmasının mümkün olmaması gerekçesiyle yönetim kurulu üyesi ile şirket arasında bir hizmet akdi olduğunun kabul edilemeyeceğine hükmedildiği görülmektedir. Öte yandan genel müdür vb. pozisyonundaki kişinin temsil ve yönetime yetkili yönetim kurulu üyesi olmayıp şirket ortağı olması durumunda ise “ortaklık ilişkisi ile işçi-işveren ilişkisinden hangisinin baskın olduğu” incelenmektedir⁴²³. Yargıtay tarafından kullanılan somut işveren – soyut işveren kriterine katılmak mümkün değildir. Zira işveren “*en üst düzeyde emir ve talimat verme yetkisine sahip ve iş sözleşmesinin tarafı olan kişi*” olup işvereni en üst düzeyde temsil etmek bir kişiyi hukuken işveren konumuna getirmemektedir⁴²⁴. Aksi bir yorum kanaatimizce (i) işveren konumundaki şirketin tüzel kişiliğini görmezden gelmek ve (ii) yönetim ve temsile yetkili kişilerin “soyut” da olsa işveren olarak sayılması sonucunda işverene yöneltilmesi gereken alacak taleplerine muhatap kılınması önündeki bariyerin kaldırılması şeklinde teorik izahı mümkün olmayan sonuçlara yol açacaktır.

Bir sonuca varmak gerekirse, kanaatimizce yönetim kurulu üyelerinin farklı bir pozisyon sebebiyle aynı zamanda çalışan olarak nitelendirilmesi mümkündür⁴²⁵. Böyle bir durumda adeta “iki şapkası” bulunan yönetim kurulu üyesi çalışan şapkası sayesinde çalışanlara özel olan ve genel kurul kararının da devreye girdiği TK m. 461 (rüçhan hakkının sınırlanmasında haklı sebep) ve TK m. 463 (şarta bağlı sermaye artırım) hükümlerinden faydalanabilecek ancak yönetim kurulu şapkası

Ayrıca yönetim kurulu üyelerinin “işletme sahibi” olduğu ifadesi için karş. TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 521a.

⁴²³ Yargıtay 7. HD., E. 2015/2776, K. 2015/8220 sayılı ve 07.05.2015 tarihli karar.

⁴²⁴ Bu yönde ve Yargıtay tarafından kullanılan somut işveren-soyut işveren ayrımının doğru olmadığı yönünde bkz. Ekmekçi/Yiğit, **Bireysel İş Hukuku**, s. 25; Gündoğdu/Kaplan, **Yönetim Kurulu Üyesinin Hukuki Durumu**, s. 265; Somut işveren-soyut işveren ayrımını benimseyen bir eser için bkz. Süzek, **İş Hukuku**, s. 143; ayrımınKonuyu bir adım ileri taşıyarak sadece temsil yetkisinin devri halinde yönetim kurulu üyesinin bağımlı çalışmasına engel olmadığı ancak yönetim yetkisi de devredilen bir yönetim kurulu üyesinin örneğin genel müdürü olarak çalışması halinde bağımlılık ilişkisinin mümkün olup olmadığının ayrıca tartışılması gerektiği, yönetim kurulu üyelerinin murahhas üyeler üzerinde gözetim yetkisinin devam ettiği, buna karşılık bu gözetimin bağımlılık olarak nitelendirilemeyeceği ve dolayısıyla yönetim yetkisinin devredilmesi halinde murahhas üyelerin iş sözleşmesiyle çalışamayacağı hakkında bkz. Yenisey, **Yönetim Kurulu Üyeliği**, s. 330.

⁴²⁵ Benzer yönde fakat yönetim yetkisinin devredilmesi halinde çalışan sıfatının devam etmeyeceği karşı görüşüyle bkz. ve karş. Yenisey, **Yönetim Kurulu Üyeliği**, s. 322 ve s. 330.

sebebiyle de birtakım sınırlamalara maruz kalacaktır. Dolayısıyla örneğin pay sahibi olmayan yönetim kurulu üyesi TK m. 395/2 uyarınca şirkete nakit borçlanamayacağı ve kendisi için şirkete kefalet, garanti, teminat veya bir sorumluluk yüklenemeyeceğinden TK m. 380’de yer alan finansal destek imkanından faydalanamayacaktır. Pay sahibi olsa ve TK m. 395/2 kapsamında çıksa dahi, yönetim kurulu üyesi TK m. 393 uyarınca müzakereye katılamaz⁴²⁶ ve yine TK m. 395 uyarınca *“yönetim kurulu üyesi, genel kuruldan izin almadan, şirketle kendisi veya başkası adına herhangi bir işlem yapamaz; aksi hâlde, şirket yapılan işlemin batıl olduğunu ileri sürebilir.”*

Son olarak tekrar belirtelim ki, esasen yönetim kurulu üyeleri çalışan vasfı olsun veya olmasın şirkette pay sahibi olabilir. Yapılan tartışma bu kişilerin “çalışan” sıfatına bağlanan TK m. 380, TK m. 461 ve TK m. 463’teki düzenlemelerden faydalanıp faydalanamayacağı yahut faydalanabiliyorsa ne ölçüde faydalanabileceğine ilişkindir. Yoksa yönetim kurulu üyelerine maaş yerine belirli miktarlarda pay verilmesi özellikle yurtdışında sık görülen bir uygulamadır⁴²⁷.

2. Pay Edindirme Planları ve Plana Dayanmaksızın Pay Edindirme

Çalışan pay edindirme uygulamaları, belirli bir vadeye yayılmış ve çeşitli kriterler barındıran sistematik planlara dayanabileceği gibi herhangi bir plana dayanmaksızın pay edinecek çalışanla yapılan tek seferlik bir uygulama olarak münferit bir sözleşmeye de dayanabilmektedir.

a. Pay Edindirme Planları

Çalışan pay edindirme planları, amaç ve içeriğine göre çeşitli türlerden oluşmaktadır. Bu türler -her ne kadar Türkiye bakımından özel bir vergisel düzenlemeye konu olmasa da- yabancı ülkelerde (özellikle ABD) görülen vergisel

⁴²⁶ Arıcı/Veziroğlu, **Kaldıraçlı Devralma**, s. 55; Ancak rüçhan hakkının sınırlanmasına ilişkin karara katılım açısından ise TK m. 436 anlamında kişisel nitelikte bir iş sayılmayacağı ve bu sebeple oydan yoksunluk olmayacağına ilişkin bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 76 vd. Ancak *“artırılan bedel ile pay sahiplerine ait ayın, hak veya işletme devralınması yahut ayın, hak veya işletmenin (değeri de biçilerek) sermaye olarak konulması öngörülmüşse, ilgili pay sahibinin oy hakkından mahrumiyeti söz konusu olur.”* ifadesi için bkz. **a.e.**, dn. 103; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 406.

⁴²⁷ Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 210.

düzenlemelerden kaynaklanan farklılıklardan doğmaktadır⁴²⁸. Türkiye’de ise yöntemlere göre farklılaşan özel vergi teşvik ve uygulamaları bulunmamaktadır.

(1) Çalışan Pay Alım Planları (“Employee Stock Purchase Plans”)

Çalışan pay alım planında (“employee stock purchase plan”) şirket tarafından çalışanlara pay alımına ilişkin bir teklif sunulur ve çalışanlar tarafından yapılan birikmiş ödemeler, teklif süresi başlangıç veya bitiş tarihindeki pay değerlerinden hangisi düşükse o değer esas alınarak pay alımı için kullanılır⁴²⁹. Çalışanların ücretlerinden kesinti yapmak suretiyle de uygulanması mümkündür⁴³⁰.

Çalışanlara ve üst düzey yöneticilere pay alım teklifi yapılmasından ibaret olan bu yöntem şirket bakımından en masrafsız yöntem olarak anılmaktadır⁴³¹. Bu yöntemde, pay bedelleri çalışanlar tarafından ödendiği takdirde, vergi kesintisi sonucunda belirlenen net ücretle daha az pay alabilecek çalışanlar üzerinde adeta dolaylı bir etki bulunmaktadır⁴³². Burada kastedilen kurumlar vergisi veya gelir vergisi kapsamında bir vergilendirme açıklamasından ziyade, işçinin ekonomik anlamda işçilik ücretinde gelir vergisi stopajı uygulanması sonrası elinde kalan bedelle pay almasıdır. Yoksa özellikle Amerika’da belirli şartlar kapsamında çeşitli vergi teşvik ve avantajları bulunmaktadır⁴³³.

(2) Çalışan Pay Sahipliği Planları (“Employee Stock Ownership Plans”)

Çalışan pay sahipliği planında (“employee stock ownership plan”) şirket bir fon kurmakta (“employee stock ownership trust”) ve bu fona şirket tarafından pay devri veya fonun payları devralması için finansman sağlanması; elde edilen payların

⁴²⁸ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 58.

⁴²⁹ Demirkan, **Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları**, s. 6; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 213; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 58.

⁴³⁰ Gary V. Engelhardt, Brigitte C. Madrian, **Employee Stock Purchase Plans**, (Çevrimiçi), National Bureau of Economic Research, <http://www.nber.org/papers/w10421>, SET 06.11.2022, s. 4.

⁴³¹ Bu yönde ve ayrıca belirli süre çalışma şartlarını sağlayan çalışanlara tanınacak olan, şirket için vergi avantajlı “indirimli satın alma planları” için bkz. Demirkan, **Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları**, s. 6 vd.

⁴³² Engelhardt/Madrian, **Employee Stock Purchase Plans**, s. 4.

⁴³³ Örnek mahiyetinde bkz. Engelhardt/Madrian, **Employee Stock Purchase Plans**, s. 6 vd.

ise çalışanlara fon tarafından dağıtımı söz konusudur⁴³⁴. Dağıtım, genellikle çalışanın şirketten ayrılması şartına bağlanmakta olup çalışanın çalıştığı süreyle ve belirlenen diğer kriterlerle uyumlu olarak pay veya nakit şeklinde yapılmaktadır⁴³⁵.

(3) Çalışan Pay Opsiyonu Planları (“Employee Stock Option Plans”)

Çalışan pay opsiyonu planı (“employee stock option plan”) şirketin belirlediği çalışanlarına, belirli tarihler içerisinde, belirli veya belirlenebilir bir fiyattan pay alma opsiyonu tanımıdır⁴³⁶.

b. Plana Dayanmaksızın Pay Edindirme

Çalışanlara pay edindirmenin tek yolu önceden öngörülmüş belirli bir plana sadık kalmak değildir. Çalışanlara tek seferlik uygulamalarla da pay vermek mümkündür. Bu yol genellikle girişim şirketlerinin nitelikli çalışanları ikna etmek için kullandığı bir yol olmakla birlikte, bazı hallerde çalışanların ödüllendirilmesi veya yıldönümü gibi özel günlerin kutlanması için de tercih edilebilmektedir⁴³⁷.

3. Çalışan Pay Edindirme Yöntemleri

Çalışan pay edindirme uygulaması bakımından çeşitli yöntemler olduğu görülmektedir. Bu yöntemlerden başlıcaları pay devri, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı ve şarta bağlı sermaye artırımındır. Bununla birlikte, açıkça bu şekilde zikredilmese de payların halka ilk arzı ile çalışanlar yararına vakıf veya benzer yardım örgütü kurulması da çalışanlara pay verme yöntemi olarak kullanılabilen yöntemlerdir.

a. Pay Devri

⁴³⁴ Demirkan, **a.g.e.**, s. 10; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 58 vd.; Karş. Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 213.

⁴³⁵ Demirkan, **a.g.e.**, s. 10; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 59.

⁴³⁶ Demirkan, **a.g.e.**, s. 7; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 213 vd.; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 59 vd.; Amerika’daki durum ve vergilendirme bakımından farklılık arz eden çalışan pay opsiyonu planı türleri için bkz. PricewaterhouseCoopers, **Employee Stock Options in the EU and the USA**, USA, Final Report, 2002.; Almanya için PricewaterhouseCoopers, **Employee Stock Options in the EU and the USA**, Germany, Final Report, 2002.

⁴³⁷ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 57; Bu hallerde genelde bedel almadan pay sahipliği tanındığı yönünde bkz. Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 214.

Pay devri çalışan pay edindirme uygulamaları kapsamında en temel yöntemi teşkil etmektedir. Pay edindirme vaadi veya pay edindirme planı söz konusu olsun veya olmasın bu yola başvurulması mümkündür.

(1) Pay Sahiplerinin Kendi Payını Devri

Çalışan pay edindirme uygulamaları kapsamında pay sahiplerinin kendi paylarını çalışanlara devretmesi mümkündür. Uygulamada bu yöneme sıklıkla rastlanılmaktadır. Özellikle girişim şirketlerinin başlangıç aşamasında “dağınık olmayan” pay sahipliği yapısı, diğer bir deyişle tüm payların az sayıda ortakta toplanmış olması, bu yöntemi kolaylaştırmaktadır.

Ancak belirtelim ki, girişim şirketinin yatırım almasıyla birlikte mevcut pay sahibinin elindeki payların oranı hatırı sayılır şekilde azalacaktır. Yatırımcıların kendi payını devretme ihtimali neredeyse yok denilebilecek iken, elindeki pay oranı oldukça azalan girişimci ise bu noktadan itibaren kendi payını devretmek istemeyecektir. Yatırım öncesinde ise henüz bir performans görmeden çalışana pay devri pay sahiplerine mantıklı gelmeyecektir. Zira çalışanlara pay edindirme bakımından esasen belirli bir başarı kriteri hedeflenmektedir. Bu hedef bazı durumlarda planda açıkça yer alır, bazı durumlarda ise doğru zaman için “girişimcinin zihninde” yer alır. Belirli bir başarı hedefinin beklenmesi ise yatırım sürecine girilerek mevcut pay sahibi ve yatırımcı arasındaki “pay dağılımına ilişkin hesapların” yapılmaya başlanması sebebiyle çalışanlar bakımından çalışan pay edindirme uygulamalarının ikinci plana alınması tehlikesini barındırmaktadır. Bir adım ileri giderek, “maddi menfaatler” de gözetildiğinde erken aşamada girişimci veya yatırımcıların paylarını devretmeye hiçbir şekilde yanaşmayacağı dahi belirtilmekte ve en uygun çözümün sermaye artırımı olduğu ifade edilmektedir⁴³⁸. Gerçekten bu sebeplere birden fazla pay sahibi olduğunda “hangi pay sahibinin payının devredileceği” anlaşmazlığı da eklendiğinden sermaye artırımı “hukuken” daha basit bir çözüm olarak gözükmektedir. Bununla birlikte, diğer yöntemlerin girişim şirketi bakımından uygulanmasında karşılaşılan masraf ve zorluklar, nitelikli

⁴³⁸ Bir adım ileri giderek girişim şirketlerinde erken aşamada yatırımcı veya kurucu farketmeksizin hiçbir şekilde pay devrine yanaşılmayacağı yönünde bkz. Giudici/Agstner, **Startups**, s. 622.

Çalışanları bir şekilde ikna etme ihtiyaı duyan girişim şirketini, adeta mecbur bırakarak bu yöntemi sıklıkla tercih eder hale getirmektedir.

Kanaatimizce sermaye artırımını yukarıda sayılan sorunlardan sadece “hangi pay sahibinin payının” devredileceği tartışmasına net bir çözüm getirmektedir. Bu noktada uygulama sözleşme serbestisinden faydalanarak “pay havuzu” oluşturmak gibi yöntemlere başvurmakta ve yine de sermaye artırımını sürecinin girişim şirketi bakımından taşıdığı zorluklardan kaçınarak pay devri yolunu tercih edebilmektedir. Aşağıda açıklayacağımız üzere, şartlı sermaye artırımına ilişkin hükümlerin girişim şirketleri bakımından ihtiyaçlara cevap verecek şekilde gözden geçirilmesi bu bağlamda isabetli bir adım olacaktır.

Son olarak belirtelim ki, bu işlemin genel itibariyle pay devrinden ayrılan bir yönü bulunmadığından bu başlık altında çalışan pay edindirme yöntemi olduğunu zikretmek haricinde detaylıca açıklama yapılmasını gerektiren bir husus yoktur.

(2) şirketin Kendi Payını Devri

Çalışanlara pay devri için pay sahiplerinin kendilerine ait payları devretmesi tek yol değildir. Bunun haricinde şirket çalışanlara devretmek üzere bizzat kendi paylarını iktisap edebilir. Hemen belirtelim ki, yukarıda pay devrinin hangi sebeplerle tercih edilip edilmeyeceğine ilişkin açıklamalarımız bu başlık için de geçerlidir. Bu başlıkta özel olarak üzerinde durulması gereken konu şirketin kendi payını iktisap etme yasağıdır.

Halka açık olmayan anonim şirketlerin, bu bağlamda girişim şirketlerinin, kendi paylarını iktisap etmesine ilişkin düzenleme TK m. 379 vd. hükümlerinde yer almaktadır. TK m. 379 uyarınca bir şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi (veya rehin kabul edebilmesi) için (i) sözkonusu payların esas veya çıkarılmış sermayenin yüzde onunu aşmaması, (ii) genel kurulun bu konuda yönetim kuruluna yetki vermesi⁴³⁹, (iii) iktisap edilecek pay bedelleri düşüldükten sonra kalan şirket net aktifinin en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olması ve (iv) iktisap

⁴³⁹ TK m. 479/2 uyarınca “En çok beş yıl için geçerli olacak bu yetkide, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların itibarı değer sayıları belirtilerek toplam itibarı değerleriyle söz konusu edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırı gösterilir. Her izin talebinde yönetim kurulu kanuni şartların gerçekleştiğini belirtir.”

edilecek pay bedellerinin tamamen ödenmesi gerekmektedir. Bu şartlar yavru şirketin ana şirket paylarını iktisap etmesi halinde (TK m. 379/5) ve üçüncü kişilerin kendi adına ve şirket hesabına iktisap ettiği veya rehin kabul ettiği paylar (TK m. 379/1 son cümle) için de uygulanacaktır.

Buna karşılık esas veya çıkarılmış sermayenin azaltılmasına ilişkin TK m. 473 ilâ m. 475 hükümlerinin uygulanması, külli halefiyet durumu, kanuni satın alma yükümünün ifası, bedellerinin tümü ödenmiş olmak kaydıyla cebri icradan şirket alacağının tahsili amacına yönelen hallerin varlığı halinde veya şirket menkul kıymet şirketiye bu şartlar aranmayacaktır (TK m. 382). Yine bedellerinin tamamen ödenmesi şartıyla şirketin kendi paylarını ivazsız olarak iktisap etmesi halinde de TK m. 379 şartları uygulanmayacaktır (TK m. 383). TK m. 379 şartlarının tamamına yönelik olan bu istisnalar haricinde, yönetim kurulunun genel kurul tarafından yetkilendirilmesi şartına özel olarak bir istisna daha öngörülmüştür⁴⁴⁰. Buna göre yönetim kurulu, yakın ve ciddi bir kayıptan kaçınmak için gerekli olan hallerde; ilk genel kurula iktisabın amacı, iktisap edilen payların sayıları, itibarî değerlerinin toplamı ve sermayenin ne kadarını temsil ettiği ve iktisap bedeli ile şartları hakkında bilgi vermek üzere şirket paylarının iktisabına karar verebilir (TK m. 381). Külli halefiyet gereği veya cebri icradan şirket alacağının tahsili amacıyla iktisap edilen paylar ile bedelsiz iktisap edilen paylar *“şirket için herhangi bir kayba yol açmadan devirleri mümkün olur olmaz ve her hâlde iktisaplarından itibaren üç yıl içinde elden çıkarılırlar; meğerki, şirketin ve yavru şirketin sahip oldukları bu payların toplamı şirketin esas veya çıkarılmış sermayesinin yüzde onunu aşmasın”* (TK m. 384). Dolayısıyla bu kapsamda yüzde onu aşmayan iktisaplarda elden çıkarma yükümlülüğü aranmamaktadır. Buna karşılık herhangi bir istisna kapsamına girmeksizin TK m. 379 şartlarına veya TK m. 381 istisnasına aykırı bir iktisap yapılması halinde ise bu paylar *“iktisapları veya rehin olarak kabulleri tarihinden itibaren en geç altı ay içinde elden çıkarılır ya da üzerlerindeki rehin kaldırılır”* (TK m. 385). Bu paragrafta yer verilen elden çıkarma yükümlülüklerine uyulmaması

⁴⁴⁰ Moroğlu, **Değerlendirmeler**, s. 190; Mehmet Sadık Çapa, **Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2013, s. 66; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 109; Yüzde on iktisap sınırının da istisna olduğu yönünde karş. TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, 841.

halinde, TK m. 386 uyarınca ilgili payların sermaye azaltımıyla hemen yok edilmesi gerekmektedir.

Konu bütünlüğü açısından tüm istisnalara yer verilmiş ise de belirtelim ki, bu istisnaların, payın bedelsiz iktisabı haricinde, çalışanlara pay edindirme uygulamaları bakımından uygulama alanı bulması düşük bir ihtimaldir⁴⁴¹. Bu sebeple TK m. 379 şartlarının göz önünde bulundurulması faydalı olacaktır.

Son olarak anılan düzenlemelere özellikle tek kişilik girişim şirketlerinin dikkat etmesi oldukça önemlidir. Aksi takdirde yapılan işlemler tüzel kişilik perdesinin kaldırılması yaklaşımına zemin hazırlayabilir⁴⁴².

b. Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı

Yukarıda belirttiğimiz üzere, girişim şirketine ilişkin çalışmamızın kapsamını aşmamak amacıyla açıklamalarımız halka açık olmayan anonim şirketle sınırlı olacaktır. Bu durumda SerPK m. 2/1 uyarınca sermaye piyasası mevzuatı hükümlerinin uygulama alanı bulmayacağını ve sadece TK hükümlerinin uygulanacağını belirterek başlamak isabetli olacaktır⁴⁴³. “*Esas sözleşme veya genel kurul kararıyla ayrılmış ve belirli bir amaca özgülenmemiş yedek akçeler ile kanuni yedek akçelerin serbestçe kullanılabilen kısımları ve mevzuatın bilançoya konulmasına ve sermayeye eklenmesine izin verdiği fonların*” sermayeye eklenmesi şeklinde tanımlanabilecek olan (TK m. 462) iç kaynaklardan sermaye artırımının aksine, dış kaynaklardan sermaye artırımı isminden de anlaşılacağı üzere mevcut pay sahipleri veya (mevcut pay sahiplerinin rüçhan hakkı kısmen veya tamamen kaldırılarak) üçüncü kişiler tarafından yeni bir sermaye taahhüdü yapılmasıyla gerçekleştirilmektedir (TK m. 459/1). Belirtelim ki, dış kaynaklardan sermaye artırımı mevcut payların itibari değerinin artırılması şeklinde olabileceği gibi yeni pay ihracı ile pay sayısının artırılması şeklinde de olabilmektedir. “Sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı” olarak anılan yol yeni pay ihracıyla olan ikinci

⁴⁴¹ Bkz. ve karşı. Biçer, **Şartlı Sermaye**, İstanbul, 2009, s. 67 ve s. 75; Aynı yönde Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 114.

⁴⁴² Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 109.

⁴⁴³ Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2018, s. 64.

yolu ifade etmektedir⁴⁴⁴. Çalışanlara pay edindirilmesi için benimsenebilecek olan yol, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımındır.

Aşağıda genel olarak sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırım sürecine kısaca yer verilecek olup çalışan pay edindirme uygulamaları için ayrıca özel açıklama yapmakta fayda gördüğümüz hususlar ise sermaye artırım kararı, rüçhan hakkı, imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu ve iştirak taahhüdü alt başlıklarında incelenecektir.

(1) Sermaye Artırımı Süreci

Sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımını gerçekleştirmenin ön şartları, önceki sermaye taahhütlerinin tamamen ödenmiş olması (TK m. 456/1), *bilançoda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların* sermayeye dönüştürülmüş olması (TK m. 462/3) ve mali durumun bozulmasına ilişkin TK m. 376/2 ve TK m. 376/3'te öngörülen şartların bulunmamasıdır⁴⁴⁵. Ön şartlardaki olası bir eksiklik doğrudan sermaye artırım kararının geçersiz hale gelmesine yol açacaktır⁴⁴⁶. Ön şartlarda bir eksiklik⁴⁴⁷ olmaması halinde;

⁴⁴⁴Bu yönde ve ayrıca mevcut payların itibari değerinin artırılması suretiyle dış kaynaklardan sermaye artırımını yapılabilmesi için oybirliği arandığı hakkında bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 190; İsmail Cem Soykan, **Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 36.

⁴⁴⁵Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 45-62. Yazar Ticaret Bakanlığı iznini hem ön şart bahsinde hem de gene açıklamalar bahsinde incelemiş ve ayrıca ön şartlar bahsinde “son şart” olarak 3 ay içinde tescil şartına değinmiştir. Ön şart olarak benimsediğimiz sistematik için bkz Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 69. “Bilançoda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların” tüm iç kaynakları kapsayıp kapsamadığı tartışması ve görüşler için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s.176-197.

⁴⁴⁶ Bu yönde ve geçersizliğin ilk iki şartın ihlali halinde iptal edilebilirlik, son şartın ihlali halinde ise butlan olacağı yönünde bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 70 ve öğretilerdeki görüşler için bkz. **a.e.**, s. 146 vd. ve s. 220 vd.; Karş. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 55; Ancak TK m. 376 hilafına getirilen ikincil düzenlemeler hakkındaki açıklamalar için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 337 vd.

⁴⁴⁷ Bu bakımdan şartların belirli istisnaları olduğu gözden kaçırılmamalıdır. Örneğin önceki sermaye taahhütlerinin tamamen ödenmesi şartı bakımından mevcut sermayeye oranla önemli olmayan taahhütlerin ödenmemesi sermaye artırımını için engel teşkil etmemektedir. Yine TK m. 462/3 için aynı fıkrafta “*Hem bu fonların sermayeye dönüştürülmesi hem de aynı zamanda ve aynı oranda sermayenin taahhüt edilmesi yoluyla sermaye artırılabilir*” şeklinde istisna öngörülmüştür. Bu istisnanın nasıl uygulanacağı tartışma konusu olmuştur. Tekinalp tarafından mümkün olduğu savunulan örneklerden biri 2 milyon TL sermayeye dönüştürülebilir fonu olan bir şirketin 1 milyon TL iç kaynaktan 1 milyon TL ise taahhütlü olarak sermaye artırımını yapılabileceği yönündedir. Bu örnek için bkz. TEKİNALP (Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1380f; Aynı yönde ve fakat farklı yaklaşımları (özellikle Ticaret Bakanlığı’nın) içerecek şekilde detaylı bilgi için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 210 vd.

- Yönetim kurulu tarafından sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme değişikliği önerisinin hazırlanarak yine yönetim kurulu tarafından karara⁴⁴⁸ bağlanmasıyla sermaye artımı süreci başlamış olacaktır.
- Rüşhan hakkının sınırlandırılması veya kaldırılması söz konusu ise gerekçesini, primli veya primsiz pay çıkarılma sebeplerini ve prim hesabını içeren bir yönetim kurulu raporu hazırlanmalıdır. Hemen belirtelim ki, ihraç edilen payların çalışanlara özgülenebilmesi için rüşhan hakkının sınırlandırılması gerekecektir. Rapor TK m. 461/2 ve TSY m. 74/1 uyarınca tescil ve ilan edilir.
- Nakit para dışında bir sermaye taahhüt edilecek ise değerlendirilmelidir. Bu bakımdan alacak (hakkı) taahhüdü de değerlemeye tabi tutulacaktır.
- Esas sözleşme değişikliği Ticaret Bakanlığı iznine bağlanmış bir şirket söz konusu ise bakanlıktan izin alınması gerekmektedir. Ancak belirtelim ki, girişim şirketinin sermaye ve faaliyet bakımından bu kapsamdaki şirketlerden biri olma olasılığı neredeyse yoktur.
- Artırım kararı öncesinde yukarıdaki şartların da sağlanmasıyla birlikte, genel kurulda sermaye artırım kararı alınabilecektir. Kayıtlı sermaye sisteminde ise bu karar belirlenen tavan içerisinde yönetim kurulu tarafından alınabilmektedir. Ancak girişim şirketinin kayıtlı sermaye sistemini benimsemesi özellikle daha yüksek asgari sermaye şartı gerektirmesi sebebiyle pek yaygın değildir. Rüşhan hakkı sınırlandırılacak ise genel kurul TK m. 461/2 uyarınca buna da karar verir.
- İmtiyazlı payların mevcut olması ve imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını haleldar eden bir durum olması halinde sermaye artırım kararının imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu tarafından onaylanması gerekmektedir. Girişim şirketleri bir GSYF, GSYO veya melek yatırımcıdan yatırım aldığı takdirde, genelde bu yatırımcılar imtiyazlı hisse almaktadır.
- Bu işlemlerin ardından sermaye artırım kararı konu sermayenin taahhüt edilmesini takiben (konumuz açısından çalışanlar tarafından),

⁴⁴⁸ Bu kararın TK m. 390 maddesinin aradığı yeter sayılara aykırı olarak alınması halinde dahi genel kurulun geçerli sermaye artırım kararından sonra yönetim kurulu kararının geçersizliğinin ileri sürülemeyeceği hakkında bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 302.

- Yönetim kurulu tarafından TK m. 457 beyanı hazırlanarak artırım kararından itibaren 3 ay içinde artırım kararının ticaret siciline tescil ve ilanının gerçekleştirilmesiyle süreç tamamlanmaktadır. 3 ay içerisinde tescil yapılmadığı takdirde artırım geçersiz olacak ve yatırılan sermaye bedelleri iade edilecektir.

Bununla birlikte belirtelim ki, aşağıda açıklanacağı üzere, artırılan kısmın en geç artırım kararı sırasında taahhüdü ve nakdi taahhüdün peşin ödenmesi gereken kısmının ödenmesi suretiyle yapılan “kısa yoldan sermaye artırımı” vesilesiyle genel kurul artırım kararını takiben ayrıca taahhüt ve ödeme aşamalarına gerek kalmadan sermaye artırımı yapılması mümkündür⁴⁴⁹. Bir adım ileri giderek, taahhüt ve ödenmesi gereken nakdi sermayenin ödendiğine dair tespitin sermaye taahhüdünde bulunan kişilerce imzalanması şartıyla doğrudan esas sözleşme değişiklik önerisinde de yer alabileceği belirtilmektedir⁴⁵⁰.

(2) Sermaye Artırım Kararı

Sermaye artırımına ilişkin genel kurul toplantısına başkanlık temsilcisinin katılması ve toplantı başkanlığıyla birlikte toplantı tutanağını imzalaması TK m. 422/1 uyarınca kararın geçerliliği için zorunluluk arz etmekte olup⁴⁵¹ toplantı ve karar nisabı olarak TK m. 421/1’de yer alan esas sözleşme değişikliğine ilişkin ağırlaştırılmış nisap uygulanacaktır. Primli pay ihracı halinde bu hususun toplantı gündeminde ilan edilmesine özellikle dikkat edilmelidir, zira eksiklik halinde kararın iptal edilebilirliği gündeme gelecektir⁴⁵². Geçerli olarak alınan kararın iç veya dış ilişkide hüküm doğurabilmesi ise ancak kurucu nitelikteki ticaret siciline tescille mümkündür⁴⁵³.

⁴⁴⁹ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 138; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 487 vd. Ancak bu yolun ancak tüm pay sahipleri tarafından kabul görmesi halinde uygulanabileceği görüşü için bkz. ve karş. **a.e.**, s. 493.

⁴⁵⁰ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, dn. 177.

⁴⁵¹ Aksi takdirde kararın hukuken “yok” hükmünde olacağı hakkında bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 74; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 403.

⁴⁵² Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 80. Buna karşılık “Rüçhan Hakkı” alt başlığında inceleyeceğimiz üzere rüçhan hakkının sınırlandırılması sermaye artırımına mündemiç bir husus olarak kabul edilmekte ve ayrıca gündemde ilana ihtiyaç duyulmamaktadır.

⁴⁵³ Bu yönde ve bu sebeple kararın tescile kadar genel kurul tarafından geri alınabileceğine ancak tescil sonrasında bunun mümkün olmadığına ilişkin bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 82; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 418.

Esas sermaye sisteminde, sermaye artırımı kararı esas sözleşme değişikliği teşkil ettiğinden TK m. 408/2-(a) uyarınca genel kurulun devredilemez yetkileri arasındadır. Bu sebeple esas sözleşmede veya genel kurul kararında sermayenin şimdilik belirli bir kısmının taahhüt edildiği ve ihtiyaca göre kalan kısmının yönetim kurulu tarafından çıkarılacağı şeklinde bir ifade yer alamaz⁴⁵⁴. Bu durumda örneğin şartlı sermaye artımına ilişkin şartları sağlamadığının farkında olan bir girişim şirketinin “çalışanlara pay edindirmek amacıyla yapılacak 50.000-TL tutarındaki sermaye artışının 10.000-TL kısmının şu an taahhüt edilip geri kalan kısmın ihtiyaca göre zamanı gelince yönetim kurulu tarafından ihracı” gibi bir yöntemle başvurması mümkün değildir. Bununla birlikte, yönetim kurulu tarafından genel kurul yerine geçerek sermaye artırımı kararı verilemeyecek ise de artırılan sermayenin tamamen taahhüt edilmemesi ihtimaline karşı tedbirli olmak ve taahhüt edilen miktarla yetinebilmek için genel kurul tarafından asgari ve azami iki rakama karar verilebileceği belirtilmektedir⁴⁵⁵.

(3) Rüçhan Hakkı

Rüçhan hakkı başlıklı TK m. 461/1 hükmü uyarınca “*her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkını haizdir*”. Bununla birlikte rüçhan hakkının genel kurulun sermaye artırımı kararıyla kısmen veya tamamen sınırlanması mümkündür. Bunun için TK m. 461/2’de öngörüldüğü üzere, (i) sermayenin en az yüzde altmışını temsil eden pay sahiplerinin olumlu oyu ve (ii) haklı sebep gerekmektedir^{456, 457}. Aynı fıkra uyarınca “*özellikle halka arz, işletmelerin, işletme kısımlarının, iştiraklerin devralınması ve işçilerin şirkete katılmaları haklı sebep kabul olunur*”⁴⁵⁸. Dolayısıyla çalışan pay edindirme

⁴⁵⁴ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 69.

⁴⁵⁵ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 69.

⁴⁵⁶ Bununla birlikte istisnai olarak esas sözleşme hükümleri ile rüçhan hakkını sınırlama imkanlarının TK m. 478’de yer alan imtiyaz hakları ve TK m. 503’te yer alan intifa senedi hükümleriyle getirildiği yönünde bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 150 vd.

⁴⁵⁷ Gündemde ayrıca rüçhan hakkının sınırlandırılmasına ilişkin madde olmasa dahi bu konunun sermaye artırımı gündemine mündemiç olması sebebiyle genel kurulun bu konuda geçerli bir biçimde karar alabileceği yönünde açıklamalar için bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 72.

⁴⁵⁸ Çalışanlara pay edindirmenin her durumda haklı sebep teşkil edip etmeyeceğine ilişkin İsviçre’deki tartışma hakkında bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 149 vd. Kanaatimizce ayrıca böyle bir tartışmaya gerek yoktur. Zira bahsedildiği şekliyle eşitlik hakkını zedeleyen kararlar diğer tüm kararlar gibi TK m. 445 vd. hükümlerine tabi olacaktır.

uygulamaları söz konusu ise mevcut pay sahiplerinin rüçhan hakkının sınırlanması gerekli çoğunluk sağlandığı takdirde mümkündür.

Çalışana pay vermek yerine mali hak sağlanmasının mümkün olduğu hallerde veya yönetimden “çekinme” ihtimali olan çalışanlar aracılığıyla yönetimin hakimiyet kullanımına yol açabilecek ya da şirket kendi payını iktisap etmiş ise öncelikle bu payların kullanılmaması gibi hallerde çalışanlara pay edindirmek üzere rüçhan hakkının sınırlanmasının haklı bir sebep teşkil etmediğine ilişkin görüşler olduğu belirtilmektedir⁴⁵⁹. Kanaatimizce kanunda çalışana pay edindirmek açıkça haklı sebep olarak düzenlenmişken -aksi yönde son derece istisnai somut olay şartları olmadıkça- dürüstlük kuralı ışığında yapılan böyle bir yorumun kanuni dayanağı yoktur. İkinci olarak esasen çalışanlara verilecek payın “dağınık” olması, diğer bir deyişle tek bir kişinin elinde toplanmaması ve çok güçlü bir çoğunluk teşkil etmemesi sebebiyle hakimiyet endişesine (yine somut olayda istisnai bir yorum gerekmedikçe) de yer yoktur. Son olarak şirketin kendi payını iktisabı, şirketin belirli ihtiyaçlarının karşılanabilmesi adına öngörülen ve çeşitli şartlara bağlanan yasal bir istisna olduğundan bu şekilde “sürekli kullanıma yol açan bir öncelik” yorum yoluyla getirilemez⁴⁶⁰. Toparlamak gerekirse, “somut olayın dürüstlük kuralı gereği istisnai şartları haricinde”, adeta bir “ilke” şeklinde sayılan hallerin, rüçhan hakkının sınırlanması bakımından “çalışan pay edindirme amacının” önüne geçmeyeceği kanaatindeyiz.

Öte yandan rüçhan hakkı pay sahiplerine getirilen bir yükümlülük değil, bir haktır⁴⁶¹. Pay sahipleri rüçhan hakkını kullanıp kullanmayacağını veya ne şekilde kullanacağını (örneğin rüçhan hakkı devredilebilir⁴⁶²) serbestçe takdir edebilmektedir. Bu bağlamda rüçhan hakkının kullanımı konusunda şirkete veya ortaklara “borçlar hukuku sözleşmesi” kapsamında taahhütte bulunulmasına bir engel yoktur⁴⁶³. Kanaatimizce bu durumda rüçhan hakkının kullanılmayacağına ilişkin bir

⁴⁵⁹ Görüşler için bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 151.

⁴⁶⁰ Bu hal için aynı yönde Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 153.

⁴⁶¹ Nitekim aynı ifade için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 510.

⁴⁶² Bu örnek bakımından dikkat çekmek istediğimiz husus pay devrinin esas sözleşme ile sınırlanmış olması halinde dahi rüçhan hakkının devri sınırlanmış olmayacağıdır (TK m. 461/5). Dolayısıyla yatırımcılar kuruculara ait payların devrini sınırlandırmış olsa dahi kurucuların paylarına ait rüçhan hakkını devretmesi mümkündür.

⁴⁶³ Bu yönde ve böyle bir taahhüdün TK m. 340 kapsamında esas sözleşmeye de konulabileceği hakkında bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 89 vd. Ayrıca önemle belirtelim ki, pay sahibinin

sözleşme de borçlar hukuku anlamında geçerli bir taahhüt içerecektir. Bu tespite bağlı olarak, girişim şirketinin detaylarında mutabakata varıldığı takdirde yatırımcılarla yapılacak bir sözleşme ile çalışan pay edindirme uygulamaları için yapılan sermaye artırımlarında yatırımcının (ve pay sahiplerinin) rüçhan hakkını kullanmamasına ilişkin hüküm öngörülebileceği sonucuna varılacaktır. Pay sahiplerinin rüçhan hakkını kullanmaması halinde, -esas sözleşmede ayrıca hüküm bulunmadıkça- diğer pay sahiplerinin ilgili paylar üzerinde bir önceliği bulunmamaktadır; yönetim kurulu payları talip olanlara dağıtım ve satışta serbesttir⁴⁶⁴.

Yukarıda belirtildiği üzere rüçhan hakkının sınırlandırılması söz konusu ise yönetim kurulu tarafından TK m. 461/2 ve TSY m. 74/1 uyarınca rüçhan hakkının sınırlandırılması gerekçeleri, paylar primli veya primsiz ise sebeplerini ve primliyse primin nasıl hesaplandığını içeren bir rapor hazırlanarak bu rapor ayrıca tescil ve ilan ettirilir⁴⁶⁵. Bu yönetim kurulu raporu TK m. 461/3'te yer alan ve yine yönetim kurulu tarafından genel kurulun artırım kararından sonra hazırlanıp ilan edilecek olan rüçhan hakkının kullanılması esaslarını içeren ve pay sahiplerine en az on beş gün süre veren yönetim kurulu kararıyla⁴⁶⁶ karıştırılmamalıdır.

(4) İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu

Özellikle GSYO, GSYF veya melek yatırımcıdan yatırım almayı başaran bir girişim şirketinde yatırımcılar lehine kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakları veya yönetim kurulu üye seçimi ya da aday gösterme konularında imtiyazlı pay öngörülmüş olması kuvvetli bir ihtimaldir. Genel kurulun sermaye artırım kararı

rüçhan hakkını kullanmayacağını taahhüt etmesi ile rüçhan hakkının sınırlandırılacağını taahhüt etmesi birbirinden farklıdır. İkinci ihtimalde bu taahhüdün ifası ancak genel kurul tarafından sınırlama kararı alındığı takdirde mümkün olur, aksi halde pay sahibi borca aykırılıktan sorumlu olur. Rüçhan hakkının sınırlandırılacağına ilişkin ortaklık tarafından yapılan bir taahhüt olması halinde de varılacak sonuç aynıdır. Açıklamalar için bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 187; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 511.

⁴⁶⁴ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 90.

⁴⁶⁵ Bu raporun tescil ve ilanı ile sermaye artırımının tescil ve ilanının birbirinden farklı olduğu vurgusu ve raporun çağrıyla birlikte pay sahiplerine ilan edilmesi ancak mevcut mevzuat gereği sermaye artırım kararının tesciliyle birlikte ticaret siciline tescil ve ilanın gerektiğine ilişkin bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 368 vd. ve s. 378 vd.

⁴⁶⁶ Bu ilan hakkında ilanın hiç veya gereği gibi yapılmadığı takdirde iştirak taahhütleri dahil takip eden artırım işlemlerinin geçersiz olduğuna ilişkin açıklamalar için bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 158; Artırım kararının batıl olacağı yönünde bkz. TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1377; Karş. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 380 vd; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 138.

imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte⁴⁶⁷ ise TK m. 454 uyarınca imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu kararıyla onaylanana kadar işlemlere devam edilemeyecektir⁴⁶⁸. TK m. 454/3 uyarınca özel kurul ilgili imtiyazlı payları temsil eden sermayenin yüzde altmış çoğunluğu ve bakanlık temsilcisinin katılımıyla (TK m. 454/6) toplanarak toplantıda temsil edilen payların çoğunluğu ile karar almaktadır. Bununla birlikte, TK m. 454/4 hükmü imtiyazlı pay sahiplerinin bu oranları sağlayarak ilgili sermaye artırım kararına ilişkin genel kurul toplantısına olumlu oy kullanması halinde ayrıca özel toplantıya gerek olmadığını düzenlemektedir. Belirtelim ki, imtiyazlı pay sahipleri için de yeni pay ihraç edilerek -ve gerekli rüçhan hakkı sınırlamaları yapılarak- imtiyazlı pay sahiplerinin mevcut durumu korunmadığı müddetçe çalışanlar için yeni pay ihracının imtiyazlı pay sahiplerinin menfaatlerini etkilemesi muhtemeldir. Ancak örneğin yönetim kurulu üye önerme imtiyazı veya bazı durumlarda düzenlenme şekline göre tasfiye payı/kâr pay imtiyazı bakımından çalışan için ihraç edilen payların imtiyazlı pay sahiplerini etkilememesi de ihtimal dahilindedir.

Yönetim kurulunun imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunu en geç genel kurul toplantı çağrısının ilan edildiği⁴⁶⁹ tarihten itibaren bir ay içinde çağırması gerekmekte

⁴⁶⁷ Bu yönde ve ayrıca tek başına imtiyazlı pay sahiplerinin pay oranının düşmesinin veya bu sebeple oy imtiyazının etkisinin azalacağı iddiasının ihlal sayılmayacağı hakkında bkz. TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 804.; “İmtiyazın ihlalden söz açılabilmesi için ihlalin sebebi “somut olaydaki diğer herhangi bir etken” değil, “sermaye artırımının (kararın) kendisi” olmalıdır. Bu nedenle imtiyazlı payların sahiplerinin haklarındaki/durumlarındaki kötüleşme “yeni pay ihracının (=sermaye artırımının) koşullarından” değil de anılan pay sahiplerinin “mali imkân yetersizliği sebebiyle artırıma iştirak edememelerinden” ileri geliyorsa, burada imtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesinden (=artırım kararının imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte olmasından) bahsedilemez” ifadesi için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 457. Örnekler için bkz. TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n.804; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 459 vd. ve özellikle s. 462; Ayrıca Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 142.

⁴⁶⁸ Bu durumda askıda hükümsüzlük meydana geleceği ve her nasılsa onama kararı olmaksızın artırım kararı sicile tescil edilmiş ancak sonradan usulüne uygun onama kararı alınmış ise tescilin sıhhat kazanacağına ilişkin bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 86 ve hükümsüzlüğün ileri sürülebilmesi için TK m. 445’teki üç aylık hak düşürücü sürenin uygulanmayacağı hakkında bkz. **a.e.**, s. 88; Anılan kararın esasen sermaye artırım kararının infaz/uygulanabilme şartını teşkil ettiği yönünde farklı görüşler için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 452 ve üç aylık iptal süresinin uygulanacağı yönünde karşı görüş için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 454.

⁴⁶⁹ Madde metninde genel kurul kararının ilan edildiği tarih ibaresi yer almaktadır. Ancak özel kurul onayı tescil için ön şart olduğundan buradaki genel kurul kararı ilanını sermaye artırım kararı olarak anlamamak gerekir. Nitekim bkz. konuya ilişkin açıklamaların “en geç genel kurul kararının (toplantısının) ilan edildiği tarih” şeklinde yapıldığı Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 86 Tartışmalar için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 468 vd.

ise de herhangi bir saikle bu görevini⁴⁷⁰ yerine getirmediği takdirde davet süresinin son gününden başlamak üzere on beş gün içinde her bir imtiyazlı pay sahibi şirket merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinden toplantı çağrısı talep edebilir⁴⁷¹ (TK m. 454/2). Kanun düzenlemesi bu şekilde olmakla birlikte, uygulama açısından, 28.11.2012 tarihli ve 28481 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Bakanlık Temsilcileri Hakkında Yönetmelik m. 7/1-(c) hükmü dikkate alınarak imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun ilgili genel kurul kararından itibaren en geç bir ay içinde toplanabileceğini belirtmekte fayda bulunmaktadır. Çağrı yapıp da özel kurul toplanmamış ise bu onama anlamına gelmektedir (TK m. 454/5).

Bu noktada belirtmek gerekir ki, şirketteki imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun sayısı birden fazla olabilir. Bu durumda her halde tek bir imtiyazlı pay sahipleri özel kurulundan söz edilemez. Bilakis kaç farklı imtiyaz grubu var ise o sayıda ayrı ayrı toplantı yapıp karar alacak olan imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu vardır⁴⁷². Buna karşılık imtiyazlı pay sahibinin imtiyazı olmasına rağmen söz konusu sermaye artırımını imtiyazı etkilemiyorsa sadece imtiyazlı pay sahibi olması sebebiyle imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu toplantısı yapılması mümkün değildir⁴⁷³.

İmtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edildiğine karar verilirse bu durum on gün içinde şirket yönetim kuruluna teslim edilmek üzere hazırlanacak gerekçeli tutanakla bildirilir ve tutanakla birlikte nisaba uygun imzaları içeren liste yönetim kuruluna verilir. Tutanak, birlikte verilen bilgilerle beraber tescil ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesinde ilan edilir. Bu hükümdeki şartlara uyulmadığı takdirde özel kurul kararı alınmamış sayılır⁴⁷⁴ (TK m. 454/3). Yönetim kurulu, özel kurulun

⁴⁷⁰ Özel kurulu toplantıya çağırmanın yönetim kurulu bakımından yetki olduğu kadar aynı zamanda görev olduğuna ilişkin bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 467.

⁴⁷¹ Ancak çağrının bizzat mahkeme tarafından yapılamayacağı ve bu sebeple talebin çağrıdan ziyade “genel kurulun toplantıya çağrılmasına izin verilmesi” şeklinde olabileceği yönünde bkz. Erdoğan Moroğlu, **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, Değerlendirme ve Öneriler**, 8. bsk., Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 274; Bu durumda toplantıya çağırmaya yetkili kişilere ilişkin farklı görüşler için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 475 vd.

⁴⁷² TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 807; Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 83; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 467.

⁴⁷³ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 801; Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 128; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 467.

⁴⁷⁴ “Alınmamış sayılma” ifadesinin onanmış sayılma mı yoksa bütün prosedürün baştan başlatılması gerektiği anlamına mı geldiği tartışmalıdır. Tartışma ve görüşler için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**,

onaylamama kararı aleyhine, karar tarihinden itibaren bir ay içinde, genel kurulun söz konusu kararının pay sahiplerinin haklarını ihlal etmediği gerekçesi ile, bu kararın iptali ile genel kurul kararının tescili davasını, şirketin merkezinin bulunduğu yer asliye ticaret mahkemesinde açabilir (TK m. 454/7)⁴⁷⁵.

(5) İştirak Taahhüdü

TK m. 459/1 uyarınca artırılan sermayeyi temsil eden paylar, esas sözleşmenin değiştirilen metninde yahut ayrıca iştirak taahhütnamesiyle taahhüt edilebilir. Kural olarak iştirak taahhüdü genel kurul kararından sonra yapılmaktadır. Ancak en geç genel kurulun sermaye artırımı kararı sırasında olmak üzere yeni payların tamamen taahhüt edilmesi halinde “kısa yoldan sermaye artırımı” yapılması mümkündür⁴⁷⁶. Bu noktada kısa yoldan sermaye artırımında üçüncü kişiler tarafından sermaye taahhüdü yapılmasına imkân olmadığı ve bu sebeple çalışanlara pay edindirmek için bu yolun kullanılamayacağını belirten eserlere⁴⁷⁷ rastlanmakla birlikte; kanımızca ilgili genel kurulda mevcut pay sahiplerinin rüçhan hakkının sınırlandırılmasına dikkat edildiği müddetçe üçüncü kişiler tarafından sermaye taahhüdü yapılmasına böyle bir engel bulunmamaktadır⁴⁷⁸.

s. 479 vd. Kanaatimizce bu durumda sürecin gereksiz şekilde uzama ihtimali de göz önüne alınarak onanmış sayılma görüşüne ağırlık vermek gerekmektedir.

⁴⁷⁵ Bunun haricinde imtiyazlı pay sahipleri kurulu kararlarının meydana gelişinde yahut içeriğinde kanuna, ana sözleşmeye veya dürüstlük kuralına aykırılık olduğu takdirde de genel kurul kararlarının hükümsüzlüğüne ilişkin TK m. 445 hükümlerinin uygulanması ve bu halde davanın şirket yerine pay sahipleri hasım gösterilerek açılması önerisi için bkz. Moroğlu, Sermaye Artırımı, Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 87; Tartışmalar ve detaylı bilgi için bkz. Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, 9. bsk., Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 207 vd.

⁴⁷⁶ Kısa yoldan sermaye artırımı için bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 137. Artırılan sermayenin tüm pay sahipleri tarafından değil fakat belirli pay sahipleri veya üçüncü kişiler tarafından taahhüt edilmesi halinde TK m. 461 uyarınca rüçhan hakkının sınırlandırılması kararına dikkat edilmesi gerektiği hakkında bkz. **a.e.**, dn. 176; Aksi yönde bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 495.

⁴⁷⁷ Örneğin Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 154.

⁴⁷⁸ Nitekim aksi yönde açıklamaya yer veren Baş tarafından atıf yapılan Moroğlu’nun “pay sahipleri yahut belli üçüncü kişiler tarafından” kısa yoldan sermaye artırımı için taahhüt yapılabileceğini ve “artırılan sermayenin bir kısım paysahipleri veya üçüncü kişiler tarafından taahhüdü için TTK.nun 461. maddesine, göre artırımı karar veren genel kurul tarafından halihazır paysahiplerinin yeni pay alma haklarının kaldırılması veya sınırlandırılması gerekir” şeklinde ifadeleri için bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 137 ve dn. 176. Öte yandan Baş tarafından atıf yapılan 141. sayfada ise üçüncü kişilerin henüz pay sahibi olmadığı için genel kurula katılamayacağı ifade edilmektedir. Belirtelim ki, genel kurula katılıp sermaye artırımı yahut rüçhan hakkının sınırlandırılması konularında oy kullanmak ile iştirak taahhüdünde bulunmak birbirinden farklı işlemler olduğundan buradaki açıklamaların bu şekilde yorumlanamayacağı kanaatindeyiz.

İştirak taahhüdü bir icap niteliğinde olup şirket tarafından taahhüdün kabulü ile iştirak sözleşmesi kurulacaktır⁴⁷⁹. İştirak taahhüdünün “*taahhütnamenin verilmesine sebep olan sermaye artırımını belirtilerek; taahhüt edilen payların sayılarını, itibarî değerlerini, cinslerini, gruplarını, peşin ödenen tutarı, taahhütle bağlı olunulan süreyi ve varsa çıkarma primi ile taahhüt sahibinin imzasını*” içerecek şekilde, “*yeni pay almaya ilişkin 461 inci madde çerçevesinde, kayıtsız, şartsız ve yazılı olarak*” yapılması gerekmektedir (TK m. 459/2). Bu noktada belirtelim ki, katılımcı sayısının çok olması halinde iştirak taahhütnamesine ilişkin gerekli içeriği taşıyan bir belge altında iştirak taahhüdü listesine imza atılarak geçerli bir taahhütte bulunulması mümkündür⁴⁸⁰. Şu hâlde bir çalışan pay edindirme planı çerçevesinde gerekli şartları sağlayan çok sayıda çalışan, ayrı belgelere ihtiyaç olmaksızın tek bir belgeye imza atarak iştirak taahhüdünde bulunabilecektir.

Artırılan sermayenin tamamının taahhüt edilmesi sermaye artırım sürecinin geçerli bir şekilde tamamlanabilmesi için zorunludur. Artırılan sermayenin tamamı taahhüt edilmediği takdirde fiilen taahhüt edilen kısım için dahi sermaye artırım sürecinin baştan yapılacak olması, masraf ve zaman kaybından kaçınmak üzere çeşitli önlemleri gündeme getirmiştir⁴⁸¹:

- Bunlardan ilki yukarıda bahsedilen kısa yoldan sermaye artırımındır. Kısa yoldan sermaye artırımını vesilesiyle artırılan sermayeye ilişkin iştirak taahhütleri sermaye artırımından önce alınmış olacak ve tamamen taahhüt edilmeme riskinin önüne geçilecektir.
- İkinci yöntem esas sözleşme değişikliğine ilişkin yönetim kurulu önerisi ve genel kurul kararında asgari ve azami rakamlar belirtilmesidir.

⁴⁷⁹ Şirket tarafından payların satın alınmasına ilişkin -örneğin rüçhan hakkının kullanılması için- yapılan çağrı icaba davet niteliğinde olmakla birlikte somut olaya göre açıkça “icap” olarak yapılmasına da engel bulunmadığı yönünde bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 92. Şirket tarafından “kabul” işleminin peşin ödenen nakdi sermayenin tahsili gibi fiillerle örtülü olarak yapılmasının mümkün ve yaygın olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 93; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 516 vd. ve tartışmalar için **a.e.**, s. 525 vd.

⁴⁸⁰ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 93. Halka açık anonim şirketlerde ise iştirak taahhüdünün nakden ve peşin ödenmesi SerPK m. 12/1 uyarınca zorunluluk arz etmektedir. Buna karşılık halka açık olmayan anonim şirketler için primli pay ihracı veya aksi yönde esas sözleşme hükmü söz konusu olmadıkça taahhüt edilen nakit sermayenin en az yüzde yirmi beşinin artırımın tescilinden önce kalanın ise tescili takip eden yirmi dört ay içerisinde ödenmesi mümkündür (TK m. 459/3 atfıyla TK m. 344).; Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 538.

⁴⁸¹ Bu yönde ve önlemler için bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 99.

- Diğer bir yöntem ise dolaylı rüçhan hakkı olarak da anılan ve artırım işlemlerine başlarken banka veya aracı kurumla anlaşarak sermayenin tamamının ilgili aracı kurum veya banka tarafından taahhüt edilmesinin sağlanması ve daha sonra ilgili payların pay sahiplerine/üçüncü kişilere devredilmesidir⁴⁸². Payların devredileceği kişiler haklarını aracı kuruluşa yönelteceği bir beyanla kullanmaktadır.

Bu önlemlerle birlikte şartları sağlandığı takdirde, şartlı sermaye artırımının bahsedilen riskleri önleyecek şekilde bir “alternatif” olarak zikredilebileceği kanaatindeyiz.

Son olarak belirtelim ki, iştirak sözleşmesinin yapılmış olması iştirak taahhüdünde bulunan kişiyi pay sahibi yapmaya tek başına yetmeyecek; ilgilinin pay sahibi sıfatını kazanmak için sermaye artırımını ticaret siciline tescil ve ilan edilene kadar beklemesi gerekecektir (TK m. 455).

c. Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

Şarta bağlı sermaye artırımını, çalışan pay edindirme uygulamaları için kullanılabilecek yöntemlerden biridir. Öyle ki, bu yöntemin çalışan pay edindirme planları için en elverişli yöntem olduğu, diğer yöntemlerin ise münferit uygulamalar açısından daha tercih edilebilir olduğu belirtilmektedir⁴⁸³. Diğer bir deyişle sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımını yapılarak çalışanlara pay verilmesinin pratikte taşıdığı zorluklar ve çalışanlar (ve alacaklılar) için yeterli hukuki güvence bulunmaması sebebiyle kanun koyucu TK m. 463 ile “*yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlara veya çalışanlara*” pay edindirilmesi için bu yolu öngörmüştür⁴⁸⁴.

Şarta bağlı sermaye artırımını, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımından farklı olarak genel kurulda sermaye artırım kararınının (kayıtlı sermaye sisteminde ise yönetim kurulunun) alınarak ticaret siciline tescil edilmesiyle tek seferde

⁴⁸² Aracı kuruluş ve şirket arasında yapılacak olan ve pay sahibi veya öngörülen üçüncü kişi lehine sözleşme niteliği taşıyan sözleşmeye rüçhan hakkının şeklen kaldırılmasına ilişkin kararda atıf yapılması gerekliliği hakkında bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 152.

⁴⁸³ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 61.

⁴⁸⁴ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 412; Levent Biçer, **Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye**, İstanbul, 2009, s. 53; Şarta bağlı sermaye artırımını sisteminin limited şirketler açısından uygun olmadığı hakkında bkz. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 550; Çamoğlu, **Limited Ortaklıklar**, n. 404.

gerçekleşen bir sermaye artırımını yöntemi olmayıp bunun yerine sermaye artırımının sadece değiştirme veya alım hakkı tanınan kişiler tarafından talep oldukça, bu hakların kullanıldığı an itibariyle ve kullanım ölçüsünde parça parça gerçekleşmesini sağlayan bir yöntemdir⁴⁸⁵. Sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımının üç ay içinde tescil edilmesi zorunluluğundan kaynaklanan ve sermaye artırım sürecinin “boşa gitmesine” yol açabilecek olan (i) çalışanın bu süre içinde karar verememesi veya (ii) sermaye artırım kararından önce çalışana karar verecek süre tanınsa dahi çalışanın vazgeçmesi ve payların çalışan dışında biri tarafından taahhüt edilmesinin istenmemesi sebepleriyle artırılan sermayenin tamamen taahhüt edilememesi riski; alım veya değiştirme hakkının kullanıldığı an ve kullanıldığı ölçüde sermaye artırımını gerçekleştiren şarta bağlı sermaye artırımını, uzun zamana yayılan ve çok sayıda çalışana hedefleyen pay edindirme “planları” bakımından tercih edilir hale getirmektedir⁴⁸⁶.

Aşağıda ilk olarak şarta bağlı sermaye artırımını sürecine ilişkin genel açıklamalara yer verilecek ardından bu artırım türü özelinde ayrıca açıklama ihtiyacı duyulan hususlara geçilecektir. Genel açıklamalar bakımından farklılık arz eden bir durum olmadıkça sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımına ilişkin açıklamalar geçerlidir.

(1) Sermaye Artırımı Süreci

Şarta bağlı sermaye artırımını sürecini, konunun detaylı açıklama gerektiren yönleri arasında kaybolmadan, ilk olarak yukarıda sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımını için kullandığımız yöntemle genel ve soyut bir bakışla incelemek faydalı olacaktır. Buna göre şartlı olarak artırılan sermayenin toplam itibarî değerinin sermayenin yarısını aşmaması (TK m. 464/1), yapılan ödemenin en az nominal değere eşit olması (TK m. 464/2) ve mevcut pay bedellerinin ödenmiş olması (TK m.

⁴⁸⁵ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1406; Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 414; Hasan Pulaşlı, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 23, S: 4, 2006, 35-90, s. 71; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 51; Abuzer Kendigelen, **Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s.373; Koray Demir, **Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475)**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2020, s. 10 vd.; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 181 vd.

⁴⁸⁶ Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 53 ve s. 209; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 182 vd.

456/1) olmak üzere şarta bağlı sermaye artırımı yapılabilmesi için üç adet ön şart bulunmaktadır⁴⁸⁷. Ön şartlarda bir eksiklik bulunmaması halinde;

- Yönetim kurulu esas sözleşme değişikliği önerisini hazırlayarak süreci başlatır. Değişiklik önerisi TK m. 465'teki içeriğe yer vermelidir. Buna ek olarak emredici hükümlere aykırı olmamak kaydıyla ayrıca içerik eklenebileceği belirtilmektedir⁴⁸⁸. Takiben genel kurul tarafından esas sözleşme değişikliğine karar verilir.
- Ticaret Bakanlığı izni gereken durumlarda genel kurul kararından önce bakanlık izni alınması gerekmektedir. Ancak yukarıda sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı başlığında belirttiğimiz üzere, girişim şirketlerinin bakanlık iznine tabi şirket kapsamına girmesi çok düşük bir olasılıktır.
- İmtiyazlı pay sahiplerinin menfaati etkileniyorsa imtiyazlı pay sahipleri özel kurul(ların)dan onay alınması gerekmektedir.
- Yönetim kurulu tarafından genel kurulun esas sözleşme değişikliğine ilişkin kararı ticaret siciline tescil ve ilan edilir. TK m. 465/3 uyarınca bu aşamadan (tescilden) önce tanınan değiştirme ve alım hakları batıldır.
- Sözleşme yapılarak alım veya değiştirme hakkı tanınan kişiler tarafından bu haklar *esas sözleşmenin şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükmüne gönderme yapan yazılı bir beyan ile kullanılır; mevzuat, ihraç izahnamesinin yayımlanmasını gerekli gördüğü takdirde buna da göndermede bulunulur*"⁴⁸⁹ ve bu suretle sermaye taahhüdü yapılmış olunur (TK m. 468/1). Pay sahipliği hakları ise *para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla gerçekleştirilecek* (TK m. 468/2) olan taahhüdün ifasıyla doğacaktır (TK m. 468/3).
- Yönetim kurulu tarafından TK m. 457 uyarınca yönetim kurulu beyanı hazırlanarak ticaret siciline sunulur⁴⁹⁰. TK m. 470 uyarınca "yönetim kurulu

⁴⁸⁷ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 419. Yazar belirttiğimiz ilk iki ön şartı "artırım sınırı" olarak tek bir ön şart olarak ele almakta ve toplam iki ön şarttan bahsetmektedir.

⁴⁸⁸ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 421.

⁴⁸⁹ Hakların kullanımı için kanunda bir süre öngörülmemiş olmakla birlikte, esas sözleşmede süre öngörülmesinin mümkün olduğu hakkında bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 425.

⁴⁹⁰ "Yönetim kurulu, sermaye artırımı beyannamesinde, yeni çıkarılan payların sayısını, itibarî değerini, türlerini, belirli gruplara tanınan imtiyazları veya hesap döneminin sonundaki sermayenin durumunu belirler." (TK m. 470). Ayrıca bkz. TSY m. 77

*esas sözleşmeyi mevcut duruma uyarlar*⁴⁹¹. Yönetim kurulu beyanı ve esas sözleşmenin uyarlanması hesap dönemi sonunda yapılacak olup bu vesileyle hesap dönemi içerisindeki münferit artırımların teker teker yapılmasından ziyade hesap dönemi içerisindeki tüm artırımlar için anılan işlemlerin bir defada gerçekleştirilmesi söz konusudur⁴⁹².

- Hesap döneminin kapanmasından itibaren en geç üç ay içinde yönetim kurulu beyanı tevdi edilir ve esas sözleşme değişikliği ticaret siciline tescil ettirilir (TK m. 471)⁴⁹³.
- Nihayet *“değiştirme ve alım haklarının sona ermesi üzerine yönetim kurulu, şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükmü esas sözleşmeden çıkarır. Hüküm sicilde de silinir”* (TK m. 472)⁴⁹⁴.

(2) Esas Sözleşmede Hüküm Olması Gerekliliği

Şarta bağlı sermaye artırımı yapılabilmesi için esas sözleşmede dayanak olması gerekmektedir. TK m. 465 uyarınca esas sözleşme metni *“şarta bağlı sermaye artırımının itibari değerini*⁴⁹⁵, *payların sayılarını, itibari değerlerini, türlerini*⁴⁹⁶, *değiştirme veya alım hakkından yararlanabilecek grupları*⁴⁹⁷, mevcut

⁴⁹¹ İlgili maddenin gerekçesi uyarınca *“Bu uyarlama sermayenin artırılması olmadığı gibi, esas sözleşme değişikliği de değildir. Çünkü, sermaye yıl içinde çeşitli tarihlerde hak kullanımlarıyla - kurucu etkiyle- artmış ve esas sözleşmenin ŞSA'ya ilişkin maddesi, hak kullanımlarıyla değişmiştir. Yönetim kurulunun yaptığı durumu, gerçeğe getiren, gerçeği esas sözleşmeye yansıtan bir uyarlamadır. Uyarlama yönetim kurulunun belirleme niteliğinde bir kararla yapılır. Bu karar genel kurulun onayına sunulamaz. Uyarlama kararı beyannamenin içinde de yer alabilir.”*; Biçer, **Şarh Sermaye**, s. 254.

⁴⁹² Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 148; Pulaşlı, **Sermaye Artırımı**, s. 71; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 246.

⁴⁹³ Madde gerekçesinde ilanın gerekli olmadığı ifade edilmiştir. Buna karşılık ilanın yine de gerekli olduğu yönünde bkz. TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1416a; Aynı yönde ve TK m. 35/3 gereği tescil edilen hususların aksine hüküm olmadıkça ilan edileceği gerekçesiyle bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s.372; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 214; İlane ilişkin üç aylık sürenin ise düzenleyici mahiyette olduğu ve uyulmaması halinde TK m. 33 kapsamında tescile davet yapılabileceği yönünde bkz. **a.e.**, s. 247; Karş. Biçer, **Şarh Sermaye**, s. 256; Aksi yönde ilanın gerekli olmadığı hakkında bkz. Pulaşlı, **Sermaye Artırımı**, s. 80.

⁴⁹⁴ Madde gerekçesinde de belirtildiği üzere bu işlem bir esas sözleşme değişikliği değildir.

⁴⁹⁵ Madde gerekçesine göre kastedilen *“o tertipdeki ŞSA'nın toplam itibari değeri”* olup *“200 bin TL veya mevcut esas sermayenin yarısı kadar gibi”* şeklinde olabilir. Türkiye’de yukarıda ön şart olarak zikrettiğimiz üzere şirket sermayesinin yarısı artırılacak sermaye için azami sınır teşkil etmektedir. Aynı sınır Alman hukukunda da mevcut olup farklı olarak çalışanlara yönelik yapılan artırımlarda %10 sınır uygulanmaktadır. Alman Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu m. 192/3 için bkz. (Çevrimiçi), https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p1219, SET 31.10.2022

⁴⁹⁶ *“Şirketlerin, çoğunlukla çalışanlarına tanıdıkları alım opsiyonlarına konu payların devrini sınırlandırmayı arzuladığı göz önüne alındığında, bu amaca özgülünen payların türünün nama yazılı olarak belirlenmesinin daha muhtemel olduğu”* yönünde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 203

pay sahiplerinin rüçhan haklarının kaldırılmış bulunduğunu ve bunun miktarını, (varsa) belli pay gruplarına tanınacak imtiyazları, (varsa) yeni nama yazılı payların devrine ilişkin sınırlamaları” ve “tahviller ve benzeri borçlanma araçlarına bağlı değiştirme ve alım hakları içeren tahviller veya benzeri borçlanma araçları, öncelikle pay sahiplerine önerilmiyorsa”, “ayrıca, değiştirme veya alım haklarının kullanma şartlarını, ihraç bedelinin hesaplanmasına ilişkin esasları”⁴⁹⁸ içerir. Esas sözleşme hükmünde zorunlu unsurlardan birinin eksik olması halinde ilgili hüküm doğrudan geçersiz olacaktır; yönetim kuruluna bu konuda takdir yetkisi tanınmamıştır⁴⁹⁹.

Yukarıda yer verilen zorunlu ve seçimlik unsurlar haricinde, değiştirme veya alım hakkının kullanılma süresi, başarı şartları, çalışan opsiyon bedeli, kullanılmayan önerilmeye muhatap alma hakkının tahsisi gibi ihtiyari düzenlemelere yer verilmesinin mümkün olduğu ve mezkûr esas sözleşme hükmünün doğrudan kuruluş aşamasında da öngörülebileceği kabul edilmektedir⁵⁰⁰. Çalışanlara tanınan alım opsiyonun bizatihi kendisinin devrinin sınırlanmasına ilişkin bir hüküm ise ihraç edilecek nama yazılı payların devrine ilişkin bağlam hükmü konulmasını öngören TK m. 465/1-(f) kapsamının dışındadır. Bu yönde bir sınırlama çalışan opsiyonları bakımından ilgili opsiyon sözleşmesinde yapılabilir.

Sermaye artırımı sürecine ilişkin yaptığımız açıklamalarda, TK m. 472 uyarınca sermaye artırımının tamamlanması veya alım ve değiştirme haklarının sona ermesi halinde şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin ilgili hükmün esas sözleşmeden çıkarılacağını ifade etmiştik. Bu düzenlemenin yarattığı sonuç, her bir şarta bağlı sermaye artırımı için yeniden ayrı bir esas sözleşme hükmünün hazırlanması

ve sınırlamaların TK m. 493 ilkelerine uygun olması gerektiği yönünde bkz. **a.e.**, s. 207; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 92.

⁴⁹⁷ Madde gerekçesine göre “*şirketin veya şirketin bağlı şirketi olan X’in ... yılında çıkaracağı değiştirilebilir tahvillerinin sahipleriyle, ihraç edilecek alım haklarının sahibi olan şirketimiz çalışanları*” gibi bir ifade yeterlidir.; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 94

⁴⁹⁸ Buna karşılık opsiyon bedelinin veya hesaba ilişkin ilkelerinin belirlenmesi ise ihtiyari içerik kapsamında olduğu yönünde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 212 vd.

⁴⁹⁹ Bu yönde ve örneğin esas sözleşme hükmünde ihraç edilecek payların türünün belirtilmemesi halinde yönetim kurulunun nama veya hamiline yazılı senede ilişkin takdir hakkının olmadığı hakkında bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 204.

⁵⁰⁰ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 413; Pulaşlı, **Sermaye Artırımı**, s. 72; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 84, s. 103, s. 105 vd. ve s. 112; Özellikle başarı kriteri vb. şartlara yer verilerek genel kurul eliyle yönetimin takdir hakkının kısıtlanabileceğine ilişkin bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, 212 vd.

gerekliliği olacaktır⁵⁰¹. Sermaye artırımının tamamlanmasıyla birlikte ilgili esas sözleşme hükmünün çıkarılacak olması sebebiyle, imtiyaz veya nama yazılı paylara ilişkin bir devir sınırlaması hedeflendiğinde bunun ayrı bir esas sözleşme hükmü öngörülme ve bu hükme atıf yapmak suretiyle tesis edilmesi, tereddüt ve tartışmaya mahal vermemek adına isabetli olacaktır⁵⁰².

Son olarak, şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme hükmününün tescilinden önce alım veya değiştirme hakkı tanınması halinde bu işlem batıl olacaktır (TK m. 465/3). Bununla birlikte, doktrinde haklı olarak pay edindirme borcu doğuran bu işlemlerin tek ifa biçiminin şarta bağlı sermaye artırımının olmaması sebebiyle ilgili işlemin şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin bir hükümle doğrudan geçersiz sayılması eleştirilmektedir⁵⁰³. Gerçekten de çalışmamızda gösterdiğimiz üzere, çalışana pay edindirme borcunun pay devri (şirketin kendi payını devri, pay sahiplerinin kendi payını devri, vakıf aracılığıyla pay devri) veya sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımını gibi çeşitli şekillerde ifa edilmesi mümkündür. Bu durumda bu işlemlerin yapıldığı sırada öngörülemeyen ve mevcut olmayan bir sebeple sonradan “şarta bağlı sermaye artırımını” yolunun tercih edilmiş olması sebebiyle geçersiz sayılması kanun koyucunun ilgili taahhütler için şarta bağlı sermaye artırımını yapılmasını “kanuni bozucu şarta” bağladığı kabulünü beraberinde getirir. Ancak böyle bir kabulü haklı gösterecek veya kanun koyucunun bu yönde bir tercihte bulunduğunu gösteren bir emare yoktur. Bilakis TK m. 1534 uyarınca başlıkların metne dahil sayılması sebebiyle, hükmün “şarta bağlı sermaye artırımları” ile sınırlandırıldığı anlaşılmaktadır. Bu gerekçe kabul görmese ve hüküm lafzının işlemi tamamen batıl hale getirdiği savunulsa dahi bu durumda hükmün lafzı ile amacının örtüşmemesi söz konusu olacaktır. Burada kanun koyucunun amacı şarta bağlı sermaye artırımlarına ilişkin bir hüküm getirmektir. Dolayısıyla amaca uygun bir yorum tercih edilerek “teleolojik redüksiyon” yapılmalı ve hükmün ilgili işlemleri “şarta bağlı sermaye artırımları” yönünde geçersiz kıldığı kabul edilmeli ancak geçersizlik diğer yöntemlere sirayet ettirilmemelidir. Kaldı ki, aksi kabul aynı zamanda çalışanların menfaatiyle de açıkça ters düşmektedir; zira şirkete keyfi

⁵⁰¹ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 413; Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 146; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 85.

⁵⁰² Karş. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 208.

⁵⁰³ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 215 vd.

olarak şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin “göstermelik” bir sürece girerek sözleşmesel yükümlülüklerinden kurtulma imkânı sağlamaktadır. Böyle bir ihtimalin dürüstlük kuralı vasıtasıyla aşılabileceği yönündeki olası karşı görüşler ise yorum yoluyla çözülebilecek bir “örtülü boşluğu” kabul etmeyerek önce hükmün kapsamını geniş olarak kabul edip bunu MK m. 2 istisnasıyla daraltmaya çalışmak anlamına gelecektir.

(3) Pay Alım Hakkı (ve Paya Dönüştürülebilir Tahvil)

Şarta bağlı sermaye artırımına konu alım veya değiştirme haklarından TK m. 463 uyarınca “*yeni çıkarılan tahviller veya benzeri borçlanma araçları nedeniyle, şirketten veya topluluk şirketlerinden alacaklı olanlar veya çalışanlar*” faydalanabilecektir. Hüküm iki parçaya ayrılarak incelendiği takdirde bu kişilerin “tahvil veya benzeri borçlanma aracı alacaklısı” veya “çalışanlar” şeklinde iki farklı grup olduğu görülmektedir. Buradan hareketle, ayrıca tahvil veya benzer borçlanma aracı ihracına ihtiyaç olmaksızın çalışanlara doğrudan pay alım hakkı sağlanabileceği ve bu hakkın “saf alım hakkı” veya “çıplak alım opsiyonu” olarak adlandırıldığı ifade edilmektedir⁵⁰⁴. Bu hak uygulamadaki “call-option” ifadesine tekabül etmektedir. Hal böyle iken herhangi bir suretle şirkete finansman sağlaması beklenmeyen, bilakis genellikle pay alımında şirket tarafından finansal yardım sağlanan çalışanlar bakımından, pay alım hakkı haricinde ayrıca alacaklı menfaati taşıyacakları bir tahvil ihracı uygulaması -farklı bir amaç içermediği takdirde- çok nadir görülebilecek bir olaydır. Diğer bir deyişle çalışan pay edindirme uygulamaları bakımından asıl tercih edilecek yöntem çalışanlara pay alım opsiyonu tanınmasıdır.

Pay alım opsiyonu tanıyan bir sözleşmeyle çalışanlar opsiyon süresi içerisinde belirli veya belirlenebilir bir fiyat üzerinden belirli miktarda pay alma hakkı kazanmaktadır⁵⁰⁵. Şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin Pay Tebliği m. 17’de birtakım hükümler olmakla birlikte, bu hükümlerin halka açık olmayan anonim şirketlere uygulanmayacağı⁵⁰⁶ ve bu sebeple çalışmamızın konusu olan girişim şirketlerinin kapsamı dışında kaldığını vurgulayarak, Pay Tebliği m. 17’de

⁵⁰⁴ PricewaterhouseCoopers, **Employee Stock Options in the EU and the USA**, Germany, Final Report, 2002, n. 1.1.1.; TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1260; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 182 ve s. 184.

⁵⁰⁵ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 425; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 61 ve s. 184.

⁵⁰⁶ Demir, **a.g.e.**, s. 5.

öngörülenin aksine TK m. 463 vd. hükümleri anlamında çalışanlara tanınacak pay opsiyonları bakımından “pay edindirme planının” bir zorunluluk olmadığını belirtelim. Plan hazırlamaya ilişkin herhangi bir zorunluluk olmamakla birlikte, pay edindirme uygulamasının yönetim kurulu tarafından hazırlanan ve objektif kriterlere göre belirlenen bir plan çerçevesinde yapılması herhangi bir kimseye haksız bir yarar sağlanmadığı ve çalışanlar arasında ayrımcılık yapılmadığının ispatı noktasında ve bu bağlamda olası bir rüçhan hakkının haksız sınırlanması (TK m. 466/3) veya çalışanlara eşit davranma yükümlülüğünün ihlali şeklindeki iddialardan korunmak açısından isabetli bir tercih olacaktır⁵⁰⁷.

Pay edindirme planlarında opsiyona hak kazanacak çalışanların nitelik tanımı, opsiyon kullanılacak payların miktarı, türü, opsiyon kullanım fiyatı, kullanım süresi, tercih edilen diğer şartlar⁵⁰⁸ yer alacak ise de açıkça opsiyon tanınacak çalışanların isimlerinin belirlenmesine ihtiyaç bulunmamaktadır⁵⁰⁹. Gerçekten planın hazırlanması “çalışanla yapılan bir sözleşme” niteliğinde olmadığından bu aşamada çalışan isimlerinin somut bir şekilde zikredilmesini gerektiren bir durum yoktur. Çalışanın isim itibarıyla somutlaşacağı aşama kendisine pay alma hakkını kazandıracak olan opsiyon sözleşmesinin akdedilmesidir. Bu noktada çalışan pay edindirme planı ile çalışanla akdedilecek olan çalışan opsiyon sözleşmesinin farkını önemle vurgulamak gerekir. Bu farkın diğer bir sonucu ise çalışanın pay alım hakkını çalışan edindirme planıyla değil fakat opsiyon sözleşmesiyle kazanması sebebiyle, pay edindirme planının genel kurul öncesinde hazırlanması mümkün iken çalışana

⁵⁰⁷ Bu yönde ve bir zorunluluk olmamakla birlikte planın esas sözleşme değişiklik taslağıyla birlikte genel kurula sunulmasının “ideal” olduğu ancak planın genel kurul kararından sonra dahi hazırlanabileceği yönünde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 185 vd.; Karş. PricewaterhouseCoopers, **Employee Stock Options USA**, n. 6.2.1.; Karş. Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 220.

⁵⁰⁸ Çalışanın şirkette belirli bir süre çalışmış olması, belirli bir ciro, çalışma saati veya benzeri bir hedefi yakalaması, belirli görevleri üstlenmesi ya da opsiyon kullanım sırasında şirkette halen çalışıyor olması gibi şartların belirlenebileceği yönünde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 189. Öte yandan Almanya’da bu şartların genel kurul tarafından belirlenmesi gerektiği ve esas itibarıyla şirket kârı, halka arz gibi “şirkete ait” başarı hedefleri teşkil eden şartlar olduğu belirtilmekte ancak İsviçre ve Türkiye’de böyle bir zorunluluk olmadığından yönetim kurulu tarafından şartların planlarda belirlenmesinin ve çalışanlara yönelik şartların da kabul edilmesinin mümkün olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 190. Yine “başarılı bir performans gösterme” gibi sübjektif ve sağlanıp sağlanmadığının tespiti zor olan şartların öngörülmesinden kaçınılma(sı), çalışanın şirkete belirli bir miktarda ciro veya belirli sayıda müşteri kazandırması ya da şirkette belirli süre çalışmış olması gibi somutlaştırılmış ve ölçülebilir kriterlere dayalı” şartların tercih edilmesi gerektiği yönünde bkz. **a.e.**, s. 190.

⁵⁰⁹ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 186.

alım hakkı tanıyacak opsiyon sözleşmesinin esas sözleşme hükmünden önce yapılması halinde bu işlemin TK m. 465/3 uyarınca batıl olmasıdır.

Opsiyonlara ilişkin süre sınırlamalarının alım hakkının belirli bir süre içerisinde kullanılmasını gerektiren kullanım süresi (exercise period) veya opsiyonun ancak belirli bir süre geçtikten sonra kullanılabilir hale gelmesi anlamına gelen bekleme süresi (vesting period) şeklinde iki temel görünüm arz edebileceği belirtilmektedir⁵¹⁰. Çalışan pay edindirme planında süre sınırlamalarının yer alması halinde planda tüm çalışanlar için aynı şartların öngörülmesi gibi bir gereklilik bulunmamaktadır. Farklı nitelikteki çalışan grupları için farklı şartlar ve farklı süreler öngörülmesi mümkündür⁵¹¹. Örneğin şirketteki çalışma süresi veya çalışanın pozisyonuna göre farklı belirlemeler yapılabilir. Almanya'nın aksine, Türk (ve İsviçre) hukukunda kullanım süresi veya bekleme süresine ilişkin herhangi bir zorunluluk yahut asgari veya azami sınır öngörülmemiştir⁵¹². Türkiye'de böyle bir süreye yer verilmemesi, büyük ölçekli şirketler ve dolayısıyla ticari hayatın güvenliği açısından ayrı bir tartışma konusu olabilir. Ancak rahatlıkla söylenebilir ki, esnekliğe ihtiyaç duyan, henüz emeklleme aşamasında olan ve bu süreler içerisinde belki de artık ilk yatırımlarını almayı hedefleyen, çalışanlarını onlara vaad ettiği pay alma imkânı vasıtasıyla ikna eden girişim şirketleri bakımından böyle bir süreye yer verilmemiş olması “bilinçli olsun veya olmasın” olumludur. Bu noktada söz konusu süreler vasıtasıyla “şirketleri düşünmeye yönlendirerek onları korumak” gibi bir amacın girişim şirketleri bakımından kabul edilemeyeceğini belirtmek gerekir. Zira girişim şirketleri için örneğin Delaware'ı tercih sebebi yapan esneklik ve olası bir başarısızlığı düşünmeksizin gerekirse “tekrar yap, tekrar dene” anlayışıdır. Girişim şirketleri için iflas/tasfiye hükümlerinde kolaylık sağlanmasına ilişkin ekosistem beklentisi ve karşılaştırmalı hukukta buna ilişkin öngörülen çözümler de tam olarak bu sebebe dayanmaktadır.

⁵¹⁰ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 186.

⁵¹¹ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 187.

⁵¹² Bu yönde ve buna karşılık Almanya'da genel kurulun sermaye artırımı kararında, çıplak alım opsiyonunun çalışanlarca elde edilebileceği sürenin belirtilmesinin zorunlu olduğu, çalışanlara alım opsiyonu için asgari dört yıllık bekleme süresi öngörüldüğü hakkında Alman Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu m. 193/2-(4) için bkz. (Çevrimiçi), https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p1219, SET 31.10.2022.

Opsiyon kullanarak şirket sermayesinin artırılabilmesi için belirli bir bedel ödenmesi gerekmekte olup sermaye ancak sermaye borcu takas veya ödeme yoluyla yerine getirildiği anda ve ölçüde artacaktır (TK m. 463/2). TK m. 464/2 uyarınca bu bedel, en az nominal değere eşit olmalıdır. Bununla birlikte, çalışanın işçilik alacakları karşılığında veya TK m. 380/1 sınırlarına uyarak yapacağı finansal yardımla çalışanların daha az para ödemesi sağlanabilir⁵¹³.

TK m. 463 uyarınca şarta bağlı sermaye artırımının değiştirme veya alım hakkı içeren tahvil veya benzeri borçlanma aracıyla da yapılması mümkündür. Daha önce belirttiğimiz üzere, çalışan pay edindirme uygulamaları bakımından tahvil ihracına rastlanma ihtimali epey düşüktür. Kaldı ki, girişim şirketinin borçlanma aracı ihraç ederek sermaye piyasası mevzuatı kapsamında tabi olacağı süreç girişim şirketinin kaldıramayacağı kadar masraflı olabilir. Bir ihtimal üçüncü kişilerden finansman toplamak amacıyla söz konusu tahvil veya diğer borçlanma araçlarının ihracı sürecinde ihraç edilen borçlanma araçlarının bir kısmının çalışanlara ayrılması düşünülebilir⁵¹⁴. Çalışan pay edindirme uygulaması için bu yolun tercih edilmesi halinde, rüçhan hakkının sınırlanması veya finansal destek (TK m. 380) gibi hususlarda “çalışan” sıfatı önem kazanacaktır. Bu ihtimaller haricinde tahvil ihracının doğrudan çalışanları ilgilendiren bir yönü olmadığından bu başlık içerisinde detaylı açıklamalara yer verilmeyecek; aşağıda “borç sermaye karması sözleşme” ve “SAFE” sözleşmelerine ilişkin yapılan açıklamalarda ilgisi olduğu ölçüde konuya ilişkin daha detaylı açıklamalar yapılacaktır.

Borçlanma aracı niteliğinde olan ve alacaklısının değiştirme hakkını kullanmasıyla birlikte pay sahibi sıfatı kazandığı, TK m. 463'te geçtiği şekliyle “değiştirme hakkı içeren tahvil” türleri; SerPK ve ikincil mevzuat olan Borçlanma Araçları Tebliği'nde “paya dönüştürülebilir tahvil” ve “değiştirilebilir tahvil” olarak düzenlenmiştir. Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/1-(I) hükmü, paya dönüştürülebilir tahvili *“ihraççı ortaklığın sermaye artırımı suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracı”* olarak tanımlamış iken

⁵¹³ Bu bakımdan sayılan hususları “nominal değer altında” opsiyon bedeli belirlemek olarak ifade eden ve TK m. 464/2 hükmüne aykırı olan iştirak etmediğimiz açıklamalar için karşı. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 188.

⁵¹⁴ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 191.

değiştirilebilir tahvil ise Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/1-(d) hükmünde “*ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracı*” olarak tanımlanmıştır. Her iki tahvil türü de tahvil sahibine elindeki tahvili pay ile “değiştirme” imkânı vermekte olup aralarındaki fark ilgili payın ihraççı şirkete ait olup olmamasıdır. Bununla birlikte, Borçlanma Araçları Tebliği düzenlemelerinde paya dönüştürülebilir tahvilin paya dönüşümünün sermaye artırımına alternatif olarak şarta bağlı sermaye artırımı ile yapılabileceği (Borçlanma Araçlar Tebliği m. 19/3) belirtilmiş iken değiştirilebilir tahvil için şarta bağlı sermaye artırımını yapılabileceğine ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır⁵¹⁵. Bu sebeple şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin açıklamalarımızın borçlanma araçları bakımından paya dönüştürülebilir tahvile özgülendiğini belirtelim. SerPK ikincil mevzuatında paya dönüştürülebilir tahvile ilişkin farklı hükümler yer almakla birlikte, Borçlanma Araçları Tebliği m. 19/3’ün halka açık olmayan anonim şirketlerin şarta bağlı sermaye artırımını⁵¹⁶ için TK hükümlerinin uygulanacağını düzenlemesi ve çalışma konumuzun henüz halka açılma seviyesine ulaşmayan girişim şirketlerine yönelik olması sebebiyle şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin bu başlıktaki (TK hükümlerini esas alan) diğer açıklamalarımıza işaret etmekle yetineceğimizi belirtelim.

Borçlanma aracıyla alacaklılara değiştirme hakkı yerine alım hakkı tanınması da mümkündür⁵¹⁷. Her ikisi de şirkette pay sahibi olmaya yaramakla birlikte, değiştirme ve alım hakkı arasındaki temel fark, alım hakkı [ana para+faiz+paya] hak kazandırabilecek iken değiştirme hakkı tercihe göre [ana para+faiz] veya [pay] ikilisinden birine hak kazandırabilir⁵¹⁸.

⁵¹⁵ Aynı yönde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 193.

⁵¹⁶ Ayrıca Pay Tebliği m. 17/7 uyarınca halka açık olmayan anonim ortaklıkların şartlı sermaye artırımına konu edilebilecek bir borçlanma aracı ihraç ederek bu ihracı şarta bağlı sermaye artırımını ile sonuçlandıracak ise ilgili borçlanma araçlarını “tahsisli” olarak ihraç etmek zorundadır. Aynı fıkra uyarınca, yapılacak şarta bağlı sermaye artırımlarında TK m. 463 vd. hükümleri uygulama alanı bulacağı tekrar edilmiştir.

⁵¹⁷ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1260; Bu tahvillerin “opsiyonlu tahvil” olarak anıldığı eser ve atıflar için bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, dn. 538; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 158; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 194; Nihan Zeynep Aksan, **Paya Dönüştürülebilir Tahviller**, İstanbul, 2018, s. 6 vd.

⁵¹⁸ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 415; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 158 vd.; Aksan, **PDT**, s. 7; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 194.

Son olarak TK m. 463 göndermesiyle borçlanma araçlarına ve bu vesileyle sermaye piyasası mevzuatına girmişken yukarıda açıkladığımız opsiyon olarak da isimlendirilen çalışan “pay alım hakkının”, Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasaları (VİOP) nezdinde ikincil piyasalarda işlem görmesi için seri halde çıkarılan, tedavül kabiliyeti hedeflenen, türev araç niteliğindeki sermaye piyasası aracından farklı olduğunu; benzer şekilde borsada işlem gören şirketlere ilişkin menkul kıymet niteliğindeki “ortaklık varantı”ndan farklı olduğunu vurgulamakta isabet vardır. Sermaye piyasası aracı niteliğinde olmayan bu alım hakları (opsiyon) sermaye piyasası mevzuatı kapsamında değildir. Dolayısıyla örneğin, payları borsada dolaşımda olan halka açık bir şirketin çalışanları lehine sağladığı opsiyonlar borsada işlem gören pay serisine ilişkin ise bu durumda sermaye piyasası aracı söz konusu olabilecek iken herhangi bir kişiye devredilme imkanı olmayan, payları borsada işlem görmeyen bir girişim şirketinin çalışanlarına sözleşmesel olarak sağladığı bir pay alım hakkı menkul kıymet ve sermaye piyasası aracı vasfı taşımayacaktır.

(4) Değiştirme ve Alım Haklarının Kullanılması – “İştirak Taahhüdü”

Değiştirme ve alım hakları esas sözleşmenin şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin hükmüne gönderme yapan yazılı bir beyan ile kullanılır ve sermaye taahhüdü yapılmış olur (TK m. 468/1). Pay sahipliği hakları ise sermaye taahhüdünün ifası ile doğacak olup (TK m. 468/3) ifa para yatırılması veya takas yoluyla bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla gerçekleştirilir (TK m. 468/2). Mezkûr beyan iştirak taahhüdü niteliğinde olduğundan iştirak taahhüdüne ilişkin TK m. 459/2 hükmünün kıyasen uygulanabileceği belirtilmektedir⁵¹⁹. Kayıtsız şartsız ödeme taahhüdü içermesi gereken bu beyanda ayrıca hak sahipliğinin tespitini sağlayabilmek adına değiştirme veya alım hakkının doğumuna sebep olan işleme -örneğin opsiyon sözleşmesine- atıf yapılması isabetli olacaktır⁵²⁰. Ancak bu bildirim klasik iştirak

⁵¹⁹ Baş, *Çalışanların Pay Sahipliği*, s. 228; Ayrıca bu yönde “Gönderme ile kastedilen sadece esas sözleşme hükmüne ilişkin madde numarasının belirtilmesi değildir; somut olaya uygun olarak kullanılan hak, değiştirilecek veya alınacak payın cinsi, sayısı, itibarî değeri (varsa) grubu, çıkarma bedeli ve saire hakkında beyanda bulunulmasıdır.” ifadesi için bkz. Madde Gerekeçesi

⁵²⁰ Baş, *Çalışanların Pay Sahipliği*, s. 231; Karş. Biçer, *Şartlı Sermaye*, s. 63.

taahhütnamesinden farklı olarak yenilik doğuran hak niteliğinde olup karşı tarafa varmakla birlikte sonuç doğurmaktadır⁵²¹.

Aksi kararlaştırılmadığı müddetçe, çalışanların opsiyonlarını kısmen veya farklı zamanlarda yapılacak bildirimlerle parça parça kullanması mümkündür⁵²². Zira şarta bağlı sermaye artırımını, artırılan sermayenin tamamen taahhüt edilmeme ihtimaline binaen öngörülmüştür.

TK m. 468/2 uyarınca taahhüdün ifasının bankalar aracılığıyla yapılacak olması, ifaya konu taahhüdün de bizzat bankalara yapılıp yapılamayacağı sorusunu beraberinde getirmiştir. Madde gerekçesinde taahhüde ilişkin beyanın *“hüküm beyanın yöneltileceği yere ilişkin emredici bir kural koymadığı gibi banka en az şirket kadar hatta şirketten çok daha fazla işlev sahibi”* olduğundan bahsedilerek, bu beyanın bankalara da yapılabileceği ifade edilmektedir. Doktrinde de bu yönde açıklamalar bulunmakta ancak çalışanların şirkete erişimlerinin daha kolay olması sebebiyle beyanın şirkete yöneltilmesinin daha muhtemel olduğu belirtilmektedir⁵²³. Bununla birlikte günümüzde bankaların neredeyse her konumda bir şubesinin olduğu, bu sebeple çalışanlara şirketten daha yakın olmalarının ihtimal dahilinde olduğu, çalışanların bir süre şehir dışında veya izinde olabileceği gibi hususlar dikkate alındığında uygulama bu bildirimin bankalara yapılıp yapılamayacağı tespitine ihtiyaç duyacaktır. Kanaatimizce burada genel kuraldan ayrılan bir yön bulunmamaktadır; beyanın gerçek muhatabı yine şirkettir ancak banka ve şirket arasında akdedilen sözleşme kapsamında banka “temsilci” sıfatıyla şirkete yöneltilecek bu beyana “şirket adına” muhatap olabilir. Nitekim aynı maddenin gerekçesinde takip eden fıkrada bankaların *“alımı veya değiştirmeyi gerçekleştiren bir temsilci”* konumunda olduğunun ifade edilmesi bu yorumu desteklemektedir⁵²⁴.

(5) Taahhüdün İfası

⁵²¹ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1414; Pulaşlı, **Sermaye Artırımı**, s. 71; Biçer, **Şarh Sermaye**, s. 196; Demir, **a.g.e.**, s. 18 vd.; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 229.

⁵²² TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1415a; Pulaşlı, **Sermaye Artırımı**, s. 85; Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 148; Bkz. ve karşı. Biçer, **Şarh Sermaye**, s. 198; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 232.

⁵²³ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 230.

⁵²⁴ Aynı yönde Biçer, **Şarh Sermaye**, s. 196.

Şarta bağlı sermaye artırımında pay sahipliği hakları sermaye taahhüdünün ifası ile doğacaktır (TK m. 468/3). İfa, bir mevduat veya katılım bankası aracılığıyla para yatırılması veya takas yoluyla gerçekleştirilir (TK m. 468/2). Ödeme için açıkça para yatırılması (nakdi) ve takas yollarının öngörülmesi sebebiyle aynı ödeme mümkün değildir.

Madde gerekçesine göre, banka temsilci konumunda olup esas sözleşme hükmü ile hak sahibi beyanını inceleyerek ödemenin uygunluğunu tespit etmek bakımından “özel inceleme yükümlülüğüne” tabidir⁵²⁵. Bu bağlamda gerekçe ilgili bankaların yurtiçinde kurulu olması gerektiğini belirtmektedir. Bankalar hakkında öngörülen özel inceleme yükümlülüğünün hedeflenen faydayı sağlayabilmesi için gerekçede belirtildiği gibi bankaların yurtiçinde olması gerekmektedir. Ancak buna ilişkin lafzi bir dayanak bulunmamaktadır. Bu sebeple kanaatimizce hüküm amaca uygun dar bir yorumla, yurtiçinde faaliyet gösteren ancak merkezi yurt dışında olan bankaları kapsayacak; fakat yurtiçinde faaliyet göstermeyen bankaları kapsam dışı bırakacak şekilde değerlendirilmelidir. Madde metninde belirtilen “yazılı beyan” şartı kapsamında uygulamada çoğu bankanın “imza” arayacak olması bu tartışmanın pratik öneminin sorgulanmasına yol açabilir. Ancak özellikle dijital çözümlerin gelişmesiyle, çevrimiçi kimlik tespiti vb. yöntemlerin kabul görmesi halinde bu tartışma önem kazanacaktır.

Yine gerekçeye göre, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımından farklı olarak şarta bağlı sermaye artırımında taahhüdün ifası halinde yapılan ödeme “bloke” edilmeksizin şirketin kullanımına hazır hale gelecektir. Pay sahipliği hakları ise TK m. 468/3 hükmü karşısında ödemeye birlikte kendiliğinden doğacaktır. Buradan hareketle pay sahipliğinden kaynaklanan hakların kullanılabilmesi için nama yazılı payların pay defterine kaydı (veya şarta bağlı sermaye artırımı olması sebebiyle ticaret siciline tescil gibi) kayıtların beklenmesine gerek bulunmamaktadır⁵²⁶. Ancak

⁵²⁵ Aynı yönde Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 248.

⁵²⁶ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 147; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 246; Bkz. ve karşı. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 235.

esasen pay defterine kaydın açıklayıcı nitelikte olduğu yönündeki kabul sebebiyle bu husus bir yenilik değildir⁵²⁷.

(6) Pay Sahiplerinin Önerilmeye Muhatap Olma Hakkı

Şarta bağlı sermaye artırımına ilişkin esas sözleşme hükmünün içeriğinde mevcut pay sahiplerinin rüçhan hakkının sınırlandırıldığı yer alması gerektiğini düzenleyen TK m. 465/1-(d) bendinden hareketle şarta bağlı sermaye artırımında mevcut pay sahiplerinin rüçhan hakkının olmadığı sonucuna ulaşılabılır. Gerçekten de şarta bağlı sermaye artırımının yapısı dikkate alındığında rüçhan hakkının sürecin yapısına ve işlevine uygun olmadığı görülecektir⁵²⁸. Pay sahiplerinin paylarının seyrrelmesine karşı onları koruyucu bir pay sahipliği hakkı olan rüçhan hakkının şarta bağlı sermaye artırımında olmaması esasen bir eksiklik değildir. Zira madde gerekçesinde (TK m. 466) de belirtildiği üzere, bu eksiklik şarta bağlı sermaye artırımının yapısına uygun olarak “önerilmeye muhatap olma hakkı” ile doldurulmuştur. Buna göre tahvil veya benzeri borçlanma araçlarının ihracı halinde bunlar ilk olarak mevcut payları oranında pay sahiplerine önerilecektir (TK m. 466/1). Hemen belirtelim ki, bu hak sadece tahvil veya benzeri borçlanma araçlarının ihracı için tanınmış olup çalışanlara tanınacak pay opsiyonlarında “önerilmeye muhatap olma hakkı” yoktur. Esasen “çalışanlar” söz konusu olduğunda önerilmeye muhatap olma hakkının bulunmaması, “çalışana pay edindirmenin” rüçhan hakkının sınırlandırılması için haklı sebep olduğu (TK m. 461/2) düşünüldüğünde gayet tutarlıdır. Nitekim tahvil veya benzeri borçlanma araçlarının ihracı halinde de, önerilmeye muhatap olma hakkı, haklı sebepler olduğu müddetçe sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir (TK m. 466/2). Şu hâlde, tahvil veya benzeri borçlanma araçlarının “çalışanların ortak edilmesi” amacıyla ihracı halinde önerilmeye muhatap olma hakkı kaldırılabilir⁵²⁹.

⁵²⁷ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1144; Görüşler hakkında detaylı bilgi için bkz. Mustafa Halil Çonkar, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sıfatının İspatlanması**, İstanbul, 2008, s. 174-179.

⁵²⁸ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 414-416; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 95.

⁵²⁹ Çalışanların ortak edilmesinin önerilmeye muhatap olma hakkının sınırlandırılması bakımından haklı sebep olduğu yönünde bkz. Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 417. Devralma suretiyle birleşmede devrolunan şirket pay sahiplerine pay verilmesi, halka arz veya şirketin finansman ihtiyacının da haklı sebep olduğu yönünde bkz. **a.e.**, s. 417. Ayrıca TK m. 466 Gerekçesine göre piyasa şartlarının gerekliliği, örneğin “*bir aracı kurumun tahvillerin tümünü satın alma önerisini yapması*” haklı sebep

Önerilmeye muhatap olma hakkının sınırlanması genel kurulun yetkisinde olmakla birlikte, İsviçre’deki içtihatlardan yola çıkılarak genel kurulun bu yetkisini haklı sebepleri göstermek kaydıyla yönetim kuruluna delege edebileceği ifade edilmektedir⁵³⁰. Kanaatimizce bu yorum ancak kayıtlı sermaye sistemine tabi şirketler bakımından kabul edilebilecek olup esas sermaye sistemine tabi şirketler bakımından normatif dayanaktan yoksundur.

“Şarta bağlı sermaye artırımı için gerekli olan rüçhan ve önerilmeye muhatap olma haklarının kaldırılması veya sınırlandırılmasından dolayı, hiç kimse haklı görülmeyecek bir şekilde yararlandırılamaz veya kayba uğratılamaz” (TK m. 466/3).

(7) Değiştirme ve Alım Hakkı Sahiplerinin Korunması

TK m. 467/2 uyarınca *“değiştirme veya alım hakları, sermaye artırımı yapılması, yeni değiştirme veya alım hakları tanınması veya başka bir yolla kayba uğratılamaz; meğerki, değiştirme fiyatı indirilmiş veya hak sahiplerine uygun bir denkleştirme sağlanmış ya da aynı şekilde, pay sahiplerinin hakları da kayba uğratılmış olsun”*. Madde gerekçesinde de belirtildiği üzere hüküm değiştirme ve alım hakkı sahiplerini “seyrelme” ihtimalinden korumak için öngörülmüştür. Bununla birlikte çalışanlara herhangi bir bedel ödetmeksizin opsiyon tanınması halinde söz konusu hakkın herhangi bir zarar bulunmaması sebebiyle sınırlanabileceği belirtilmiştir⁵³¹. Kanaatimizce yorum yoluyla böyle bir “istisna” getirilmesini gerektiren açık bir kanun hükmü olmadığı gibi “zarar olmadığına” yönelik genel bir kabule de imkân yoktur. Öncelikle, kanun metni esasen mahkemeye somut olay şartları itibarıyla denkleştirmeyi “uygun bulmama” imkânı tanımaktadır. Öte yandan pay iktisabı için bedel ödenmese dahi iktisap edilen “payın bedelinde” seyrelme biziatihi zarar teşkil edecektir. Sözelimi sermaye artırımında yeni payların piyasa değerinden düşük bir fiyatla ihraç edilmesi halinde pay opsiyonu kullanacak çalışanın hak kazanacağı payın bedeli düşeceğinden “zarar olmadığı”

teşkil etmektedir.; Çalışan katılımı ve rüçhan hakkının sınırlanması için diğer haklı sebeplerin önerilmeye muhatap olma hakkının sınırlanması bakımından da haklı sebep olduğu yönünde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 224.

⁵³⁰ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1413b; Biçer, **Şartlı Sermaye**, s. 268 vd.; Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 224.

⁵³¹ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 245.

kabul edilemez. Kaldı ki, hükümde açıkça zarar aranmamakta veya “tazminattan” bahsedilmemektedir. Hüküm sadece somut olay şartları ve MK m. 2 çerçevesinde değerlendirme yapılarak seyrelmenin “denkleştirilmesini” düzenlemektedir. Son olarak çalışan bedel ödememiş olsa dahi, çalışana tanınan bu hak nihayetinde iş sözleşmesi kapsamında bir maddi menfaat sağlamak ve çalışanı motive etmek içindir. Bu bakımdan çalışanın pay oranına bağlı herhangi bir yönetsel hak beklentisi olmasa dahi, pay oranı, temettü/tasfiye payı gibi mali konularda da belirleyici niteliktedir. Tüm bu sebepler birlikte değerlendirildiğinde sadece çalışanın pay bedeli ödememesinden hareketle denkleştirme yapılmasına istisna tanınabileceği görüşüne iştirak etmiyoruz. Bu durum sadece “uygun denkleştirmenin” belirlenmesi aşamasında değerlendirilecek “somut olay şartlarından bir tanesi olabilir.

Doktrinde dile getirilen ve haklar tanındıktan sonra ilgili esas sözleşme hükmünü kaldıran veya bu hakları sınırlandıran genel kurul kararlarının geçersiz olacağı yönündeki görüş⁵³², kanaatimizce ancak bu madde hükmüyle temellendirilebilir. Aksi takdirde, geriye yegane kanuni dayanak olarak TK m. 445 vd. anlamında “dürüstlük kuralına aykırılık” kalacaktır. Buna karşılık söz konusu genel kurul kararları bakımından her halde dürüstlük kuralına aykırılıktan bahsedilemez. Makul gerekçelere dayanan, örneğin piyasadaki zorlayıcı sebeplerle, hak sahiplerinin zararlarını tazmin etmek suretiyle bu yönde bir karar almak durumunda kalan şirket için dürüstlük kuralına aykırılıktan bahsedilemez. Dolayısıyla TK m. 467/2 hükmü temel olarak değiştirme ve alım hakkı sahiplerini olası bir “seyrelmeden” korumak üzere (TK m. 467 Gerekçesi) ihdas edilmiş ise de, kanaatimizce burada açıkladığımız ihtimal için de “veya başka bir yolla kayba uğratılamaz” lafzı vesilesiyle uygulama alanı bulacaktır.

“Kendilerine nama yazılı payları iktisap etme hakkı tanınmış bulunan değiştirme veya alım hakkını haiz alacaklılar veya çalışanlar, bu tür payların devirlerinin sınırlandırılmış olduğu gerekçesiyle, söz konusu hakları kullanmaktan engellenemezler; meğerki, bu husus, esas sözleşmede ve izahnamede saklı tutulmuş olsun” (TK m. 467/1). Hükmün lafzına karşılık hükümde öngörüldüğü üzere red hakkının “saklı tutulmasının” çalışanlara tanınan pay opsiyonları bakımından

⁵³² Baş, *Çalışanların Pay Sahipliği*, s. 241.

çelişkili davranış teşkil edeceği savunulmuştur⁵³³. Bu görüşe iştirak etmiyoruz; zira böyle bir durumda çelişkili bir husus bulunmamakta, en baştan bu hak saklı tutularak çalışan “uyarılmaktadır”. Bu sayede gelecekteki koşullardan endişe etse dahi, risklere karşı kendisini “koruma” imkanı bulan şirket, çalışanlarına pay opsiyonu tanımak konusunda adeta teşvik edilmiş olmaktadır.

d. Halka İlk Arz

Halka ilk arz işlemleri vesilesiyle de çalışan pay edindirme uygulamaları yapıldığına şahit olunmaktadır. Bu kapsamda Arzum Elektrikli Ev Aletleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi tarafından halka ilk arzı gerçekleştirilen paylar için çalışanlara indirimli olarak satın alma hakkı tanınması örnek gösterilmektedir⁵³⁴. Çalışmamızın kapsamı girişim şirketleri olduğu için halka ilk arzın çalışanlara pay edindirmek için kullanılabilen yöntemlerden biri olduğunu vurgulamakla yetiniyoruz.

e. Çalışan Yararına Vakıf Kurmak

Çalışan yararına vakıf kurmak şirketin kendi payını devri, sermaye artırımı yoluyla pay taahhüdü veya şarta bağlı sermaye artırımının aksine açıkça “yöntem” olarak anılmamaktadır. Ancak esas itibariyle çalışanlarına pay vermek isteyen bir şirketin başvurabileceği alternatif bir yöntem teşkil etmektedir. Bu yola başvuran şirket, paylarını vakıf ve benzeri yardım örgütlerine aktararak payların çalışanlara devri veya payların bu kuruluşlar tarafından kontrolü suretiyle elde edilecek getirilerin⁵³⁵ belirli bir plan dahilinde çalışanlarla paylaşılmasını sağlayabilir⁵³⁶. Kurulacak olan vakıf TMK m. 110 anlamında “çalıştırılanlara ve işçilere yardım vakfı” niteliğindedir.

Bu bağlamda şirket esas sözleşmesinde bir hükme yer verilerek “*şirketin yöneticileri, çalışanları ve işçileri için yardım kuruluşları kurulması veya bunların*

⁵³³ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 242 vd.; Aksi yönde Tekinalp, **Yeni Hukuk**, n. 9-94.

⁵³⁴ Konuya ilişkin detaylı bilgi için Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 177-181.

⁵³⁵ Örneğin Türkiye’de kamu ve özel bankaları tarafından yardımlaşma amacıyla munzam sandık vakıflarının kurulduğu ve bu vakıfların elde ettikleri payları dağıtmaktan ziyade paylardan kaynaklanan gelirleri çalışanlara ek sosyal haklar sağlamak üzere kullandığı yönünde bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 62.

⁵³⁶ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 89. Ayrıca bu kapsamda çalışan kavramının bu vakıfları kapsayacak şekilde geniş kabul edilmesi önerisi için bkz. **a.e.**, s. 89.

sürdürülebilmesi amacıyla veya bu amacı taşıyan kamu tüzel kişilerine verilmek üzere yedek akçe⁵³⁷ ayrılabilir” (TK m. 522/1). “Yardım amacına özgülenen yedek akçelerin ve diğer malların şirketten ayrılması suretiyle bir vakıf veya kooperatif kurulması zorunludur. Vakıf senedinde, vakıf malvarlığının şirkete karşı bir alacaktan ibaret olacağı da öngörülebilir”⁵³⁸ (TK m. 522/2). Bununla birlikte, “esas sözleşmede hüküm bulunmasa bile, genel kurul, şirketin işçileri için yardım sandıkları ve diğer yardım örgütleri kurulması veya bunların sürdürülebilmesi amacıyla veya diğer yardım ve hayır amaçlarına hizmet etmek üzere, bilanço kârından yedek akçe ayırabilir” (TK m. 523/3). Bu noktada ayrılan yedek akçelerin genel kurul tarafından “maksadının” değiştirilmesi, diğer bir deyişle farklı şekilde harcanmasının mümkün olup olmadığı tartışmalıdır. Daha önce bunun mümkün olduğunu savunan Tekinalp, kanaatini değiştirerek yöneticiler, çalışanlar ve işçiler için ayrılan yedek akçelerdeki bu tahsisin kaldırılamayacağı sonucuna varmıştır⁵³⁹.

Vakıf, ayrılan yedek akçeleri kullanarak şirket paylarını iktisap edip getirilerini çalışanlara devredebileceği gibi bu payları bedelsiz veya düşük bir bedelle çalışanlara devredebilir ya da pay iktisap etmeksizin çalışanların pay edinmesi amacıyla onlara finansal yardım sağlayabilir⁵⁴⁰. Ancak çalışanların vakfın edimlerinin yerine getirilmesini dava yoluyla isteyebilmeleri için ödenti vermiş olmaları veya bu hakkı tanıyan bir vakıf senedi hükmünün olması şartı bulunmaktadır (TMK m. 110/4).

Öte yandan belirtelim ki, çalışanlar yararına yardım örgütü olarak vakıf yerine dernek, kooperatif ve hatta şahıs şirketi yapıları başta olmak üzere şirket yapılarının kurulmasının mümkün olduğu belirtilmektedir⁵⁴¹. Kanaatimizce şirket yapıları bakımından bu görüşü daha detaylı değerlendirmek gerekmektedir. Şahıs şirketlerinin, ticari işletme işletme zorunluluğu sebebiyle (TK m. 211 ve TK m. 304)

⁵³⁷ “Şirketin bu amaca özgülediği yedek akçeden başka, yöneticilerden, çalışanlardan ve işçilerden aidat alınmışsa, iş ilişkisinin sonunda, vakıf senedine göre yapılan ayırmadan yararlanamadıkları takdirde çalışanlara ve işçilere hiç değilse ödedikleri tutarlar ödeme tarihinden itibaren kanuni faiziyle birlikte geri verilir” (TK m. 522/3).

⁵³⁸ TMK 110/3 uyarınca “vakfın malvarlığının çalıştırılanların ve işçilerin yapacakları ödemelerle sağlanacak bölümünün işverene karşı vakfın bir alacağından ibaret olması, ancak bu alacak için yeterli güvence sağlanmış olmasına bağlıdır.”

⁵³⁹ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1535.

⁵⁴⁰ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 345.

⁵⁴¹ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1534.

sadece yardım amacıyla kurulamayacağı kanaatindeyiz. Anonim ve limited şirket bakımından ise, yapılan “yardımın” ekonomik amaç unsurunu karşılayıp karşılamadığı gözetilmelidir. Yapılan yardımın anonim şirket pay iktisabı ve payın devri veya iktisap edilen payın ekonomik getirilerinin çalışanlarla paylaşılması ya da pay edinmek üzere finansal destek sağlanması yöntemleri incelendiğinde TK m. 331 ve TK m. 573/3 anlamında ekonomik amacın bulunduğu söylenebilir.

4. Kaldıraçlı İşlemler Kapsamında Finansal Yardım Yasağı

Kaldıraçlı işlemler, alıcının banka kredisi veya üçüncü kişilerden borç alarak bu borcu sermaye gücünü artırmak için kullanması ve bu suretle satın alma masraflarını kısmen veya tamamen borçla finanse etmesi anlamına gelmektedir⁵⁴². Girişim sermayesi yatırımlarında sıklıkla başvuru bir yöntemdir⁵⁴³.

Kaldıraçlı işlem kapsamında finansal yardım ise şirketin kendi payının satın alınması için avans, ödünç, teminat, kefalet, garanti veya satın alım masraflarını karşılamak gibi finansal yardımlarda bulunması anlamına gelmektedir⁵⁴⁴. Nitekim finansal yardım yasağı TK m. 380/1 hükmünde “*paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler batıldır.*” ifadesiyle düzenlenmiştir.

Yasağın istisnaları olarak ise (i) kredi ve finans kurumlarının işletme konularına giren işlemler ile (ii) şirket veya bağlı şirket çalışanlarına şirket payı iktisabı için verilen avans, ödünç ve teminat işlemleri sayılmıştır (TK m. 380/1 c. 2). Çalışanlar bakımından tanınan istisna şirket performansının artacak olması, bu vesileyle borç ödeme kapasitesinde iyileşme olması ve çalışanların kendi kaynaklarıyla bu işlemi gerçekleştirmesini beklemenin makul bir beklenti olmayacağı gerekçeleriyle isabetli bulunmaktadır⁵⁴⁵. İstisnaların uygulama alanı bulabilmesi için söz konusu işlemlerin, şirketin kanun veya esas sözleşme gereği ayırmak zorunda olduğu yedek akçelerini azaltmıyor, TK m. 519’da yer alan yedek

⁵⁴² Bu yönde ve borç faizinin alıcının kurumlar vergisi matrahını azaltması ancak sermaye temettüsünün ise böyle bir etkisinin olmaması sebebiyle alıcı maliyetinin azaldığı hakkında bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 614.

⁵⁴³ Arıcı/Veziroğlu, **Kaldıraçlı Devralmalar**, s. 13.

⁵⁴⁴ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 615 vd.

⁵⁴⁵ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 619.

akçe harcanmasına ilişkin kuralları ihlal etmiyor ve TK m. 520’de öngörülen yedek akçenin bırakılmasına imkân tanıyor olması gerekmektedir (TK m. 380 son cümle).

Finansal yardım yasağının isabetli olup olmadığı tartışması ayrı bir çalışmanın konusunu teşkil etmektedir. Çalışan pay edindirme uygulamaları bakımından açıkça istisna tanınmış olması sebebiyle bu başlık altında ayrıca böyle bir tartışmaya yer vermeye ihtiyaç bulunmamaktadır.

5. Geri Satma Hakkı (“Put Option”), Geriye Alım Hakkı ve Ön Alım Hakkı

a. Geri Satma Hakkı (“Put Option”)

Şirket paylarının devrine ilişkin bağlam hükümlerinin bulunması veya bağlam hükmü olmasa bile halka açık olmayan bir şirketin paylarının elden çıkarılması noktasında yaşanabilecek zorluklar çalışanları zor durumda bırakabilmektedir. Özellikle “ücret” mahiyetinde şirket payı edinen çalışanlar bakımından bu zorluklar çalışan pay edindirme uygulamasının “astarı yüzünden pahaliya gelmesine” yol açabilmektedir. Bu sebeple şirketler çalışanları bu durumdan korumak, şirketinin beklenen mali başarıyı elde edememesi endişesi taşıyan çalışanları ikna edebilmek için çalışanlarına edinecekleri payları şirkete geri satma hakkı (put option) tanıyabilir⁵⁴⁶. Burada hak sahibi olan çalışan olduğu için bu hakkı kullanıp kullanmama tercihi çalışana aittir.

b. Geriye Alım Hakkı

Geri satma hakkı çalışan menfaatini korumaya yönelmekte iken geriye alım hakkı şirket menfaatini korumak için öngörülmektedir. Buna göre çalışanına pay edindiren şirket, kendi menfaatini korumak amacıyla ilgili çalışanın iş sözleşmesi sona erdiğinde çalışanın edindiği payları geri alma hakkı öngörebilir. Bu hakkın kullanılması halinde çalışan, edindiği payları şirkete geri satma yükümlülüğü altına girmektedir. Tek borç ilkesine aykırı olan bu yükümlülüğün sadece borçlar hukuku anlamında sonuç doğuracağı ifade edilmektedir⁵⁴⁷.

⁵⁴⁶ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 55 vd. ve s. 346.

⁵⁴⁷ Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 351. Aynı amaçla şirketin göstereceği kişilere satma yükümlülüğünün de öngörülebileceği hakkında bkz. **a.e.**, s. 190.

Geriye alma hakkının girişim şirketleri özelinde ayrıca önem arz ettiği kanaatindeyiz. Halka arz edilene kadar payların kurucu ve yatırımcılar arasında “kapalı” bir yapıda olması arzu edilen bir durum olduğundan çeşitli sebeplerle çalışanlarına pay edindirmek durumunda kalan girişim şirketlerinin söz konusu payların “yatırımcı, kurucu veya ilgili çalışan vakfına” geri dönmesini arzulaması makul bir beklentidir. Gerçekten uygulamada şirketler sıklıkla işten ayrılan çalışanlarından paylarını geri almayı ve bu payları yeni çalışanlara veya diğer kişilere dağıtmayı arzulamaktadır⁵⁴⁸. Burada aynı zamanda şirketin eski çalışanlar veya şirket dışı üçüncü kişilerin hakimiyeti altında kalması riskine karşılık alınan bir önlemden bahsedilebilir⁵⁴⁹.

c. Ön Alım Hakkı

Hemen yukarıda açıklanan beklentilerle, söz konusu payların satışı halinde pay sahipleri lehine ön alım hakkı tanınması veya pay sahipleri lehine öncelikle öneriye muhatap olma hakkı tanınması mümkündür⁵⁵⁰.

6. Hayalet Paylar (“Phantom Stock”)

a. Açıklamalar

Bu başlığa gelene kadar yaptığımız açıklamalar çalışan “pay edindirme” uygulamalarına ilişkindir. Bununla birlikte uygulamada çalışanlara hukuken “herhangi bir pay devri yapılmaksızın” benzer amaçlarla çeşitli yöntemlere başvurulduğu görülmektedir⁵⁵¹. Bu kapsamda “phantom stock agreement” olarak anılan sözleşmeler kapsamında çalışanlara, pay devri yapılmaksızın pay sahipliğinden kaynaklanan mali haklar -özellikle kâr payı hakkı- tanınabilmektedir. Burada borçlar hukuku anlamında bir alacak hakkı söz konusudur. Yeni pay ihracı

⁵⁴⁸ UK, (Çevrimiçi), **Employee Ownership & Share Buy Backs, Simple Guide to the Companies Act 2006 (Amendment of Part 18) Regulations 2013 & 2015**, https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/492695/BIS-15-288_Employee-ownership-share-buy-backs.pdf, SET 07.11.2022, n. 2.

⁵⁴⁹ UK, **Employee Ownership & Share Buy Backs**, n. 2.

⁵⁵⁰ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 855 vd.; Bkz. ve karş. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 347 vd.

⁵⁵¹ Russ Ray, “Phantom Stock: Deferred Compensation Without Ownership”, **Journal of Deferred Compensation**, C: 1, S: 7, 2001, s. 31-35, s. 31; Mark E. Bokert, Alan Hahn, “The Benefits of Using Contract Equity to Attract, Reward, and Retain Key Employees of Closely-Held Companies”, **Employee Relations Law Journal**, C: 2 S: 41, 2015 s. 80-88, s. 84.

söz konusu olmayan bu yöntemde pay sahipleri için “seyrelme” söz konusu olmaz⁵⁵². Halka açık olmayan şirketlerin pay edindirme opsiyonlarına kıyasla hayalet paylara daha sık başvurduğu belirtilmektedir⁵⁵³.

Belirlenen tarihler arasında görülen pay değerindeki artışın ödenmesi hakkını içeren hayalet paylar⁵⁵⁴ SAR olarak kısaltılan ve belirli süreler arasındaki “değer artışının ödenmesine ilişkin pay değerlendirme hakları” olarak anılan hakların özel bir türü olarak kabul edilmektedir⁵⁵⁵. SAR haklarından farklı olarak hayalet paylarda sabit ödüllendirme tarihlerine yer verildiği ifade edilmektedir⁵⁵⁶. Hayalet paylarla sağlanacak menfaat şirketin satılması halinde ilgili tutardan belirli bir pay verilmesi şeklinde de olabilir⁵⁵⁷.

Performans kriterlerine bağlı olarak kullanılan hayalet paylar karşılığında ise nakit ödeme yapılmakta olup istisnaen belirli özel şartlar kararlaştırılarak pay şeklinde ödeme de öngörülebilmektedir⁵⁵⁸.

b. Oysuz Paylar ve Katılma İntifa Senetleriyle Karşılaştırma

TK m. 502 vd. hükümlerinde sahiplerine pay sahipliği hakları kazandırmayan ancak net kâra, tasfiye bakiyesine katılma veya rüçhan hakkı tanınmasını sağlayan “intifa senetleri” düzenlenmiştir. İntifa senedi sahiplerinin hiçbir yönetim hakkı bulunmamaktadır⁵⁵⁹. Kıymetli evrak -hatta bazen menkul kıymet- niteliğinde olan intifa senetleri esas sözleşme ile tanınmakta⁵⁶⁰ ve belirli kişilere sunulabilmektedir⁵⁶¹. TK m. 503 hükmünde yer alan katılma intifa senetleri Pay Tebliği m. 4/1-(k) uyarınca “*ortaklıklar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere*

⁵⁵² Ray, **Phantom Stock**, s. 33; Fred E. Whittlesey, “Expanding the Phantom Stock Concept”, **Compensation & Benefits Review**, C: 26, S: 6, 1994, s. 49-56, s. 55.

⁵⁵³ Ray, **Phantom Stock**, s. 33; Whittlesey, **Expanding the Phantom Stock Concept**, s. 50

⁵⁵⁴ Demirkan, **Çalışanları Hisse Edindirme Planları**, s. 13.

⁵⁵⁵ Ray, **Phantom Stock**, s. 31; Whittlesey, **Expanding the Phantom Stock Concept**, s. 50

⁵⁵⁶ Demirkan, **Çalışanları Hisse Edindirme Planları**, s. 13.

⁵⁵⁷ Bokert/Hahn, **Equity to Attract**, s. 85; Whittlesey, **Expanding the Phantom Stock Concept**, s. 51.

⁵⁵⁸ Ray, **Phantom Stock**, s. 31.

⁵⁵⁹ Ömer Teoman, **Anonim Ortaklıkta İntifa Senetleri**, İstanbul Üniversite Kitabevi, İstanbul, 1978, s. 252-258; TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1214; Nitekim TK m. 503 uyarınca “*İntifa senedi sahiplerine pay sahipliği hakları verilemez; ancak, bu kişilere, net kâra, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakları tanınabilir.*”

⁵⁶⁰ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1216.

⁵⁶¹ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1237 vd.

ihraç edilen, net kardan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan pay benzeri menkul kıymetler” olarak tanımlanmıştır.

Benzer şekilde oy dengesini bozmadan sahibine oy haricindeki diğer hakları sağlamak üzere yabancı hukuklarda oydan yoksun pay müessesine rastlanmaktadır⁵⁶². Buna karşılık TK m. 434/2 uyarınca Türk hukukunda oydan yoksun pay çıkarılması mümkün değildir. Öte yandan belirtelim ki, AB tarafından girişim şirketlerini çok sayıda pay sahibine danışma yükünden kurtarmak için çalışan pay opsiyonlarıyla “oydan yoksun (oysuz) pay” ihraç etme imkanının tanınması hedeflenmektedir⁵⁶³.

Genel amaçları bakımından her iki yapı hayalet paylarla benzerlik arz etmektedir. Katılma intifa senedi, oydan yoksun pay ve hayalet payların ortak özelliği, herhangi bir yönetsel hak veya yetki tanımaksızın muhataplara şirketin başarısına dair mali menfaatleri tanımak için öngörülen, şirketin yönetimi ve kontrolüne dair herhangi bir kaygıya sebep olmayan müesseseler olmasıdır. Ancak günün sonunda hayalet paylar, diğerlerinin aksine, masraf veya formalite gerektirmeyen sadece “borçlar hukuku” karakteri bulunan sözleşmesel yükümlülüklerden ibarettir. Dolayısıyla, yine diğerlerinin aksine, esas sözleşmede hüküm bulunmaksızın veya ihraç prosedürlerine tabi olunmaksızın hayalet paylara başvurulması mümkündür.

B. Girişim Şirketleri Bakımından Değerlendirme

Yukarıda detaylıca belirttiğimiz üzere, yeni kurulan bir girişim şirketi kuruluşunu takiben bir dizi sözleşme yaparak faaliyetine başlar. Bu aşamada yapılacak işlerden ilki iyi bir ekip kurmaktır. Bu ekibi kurabilmek için girişim şirketi, organizasyon planına göre bünyesine katmak istediği çalışanlarla “iş sözleşmesi” yaparken, “işveren” sıfatıyla mali yükümlülüklerine katlanmak istemediği çalışanlarla mümkün olduğu takdirde “freelance” sözleşmeler yapar. Girişim şirketinin organizasyon planına göre yapacağı bu tercihlerin temelinde sermayesinin yeterli olmadığı gerçeği yatmaktadır. Bu gerçek aynı zamanda iş sözleşmesi yaptığı çalışanlarla olan “ücret”

⁵⁶² TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 775b; Aksan, **PDT**, s. 9.

⁵⁶³ EU, **Declaration on the EU Startup Nations Standard of Excellence**, n. 3.

müzakerelerinde kendini göstermektedir. Girişim şirketinin başarıya ulaşmak için ihtiyaç duyduğu nitelikli çalışanlar yüksek maaş beklentisi taşımakta olduğundan girişim şirketinin onları ikna etmek için kullanabileceği en önemli argüman şirketin ileride büyük bir şirket haline gelme potansiyelidir. Bu argümanın çalışanı ilgilendiren yönü böylesine “büyük” bir şirkette pay sahibi olabilme imkanıdır. Bu sebeple uygulamada sıklıkla girişim şirketlerinin çalışanlarına pay edindirme uygulamalarına başvurduğu görülmektedir.

Bu noktada girişim şirketleri bakımından plana dayanmaksızın pay edindirme yöntemlerinin daha yaygın olduğuna işaret edelim⁵⁶⁴. Öte yandan mevcut hukuki düzenlemelerin girişim şirketleri bakımından ihtiyaçlara tam olarak karşılık veremediği görülmektedir. Aşağıdaki bölümde eksiklik ve mevzuat önerilerine yer verilecek, takiben karşılaşılan vergisel sorunlara kısaca değinilecektir.

1. Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi

a. Kişi Bakımından

Yukarıda çalışan pay edindirme uygulamaları bakımından “çalışan” kavramının kapsamı, yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin durumu incelenmişti. Çalışan kavramının hizmet edimini iş sözleşmesi kapsamında gören kişileri kapsadığı tartışmasızdır. Şirketle olan ilişkisinde “bağımsızlık” unsuru içeren bir yön olmadıkça üst düzey yöneticilerin de çalışan olduğu ekseriyetle kabul görmektedir. Buna karşılık yönetim kurulu üyelerinin çalışan sayılıp sayılmayacağı, üye sıfatıyla çalışan sayılmasa dahi üst düzey yönetici olarak ayrıca görevlendirildiği hallerde çalışan sayılıp sayılmayacağı veya ayrıca pay sahibi sıfatının bulunması halinde bu cevapların değişip değişmeyeceği tartışmalıdır. Yine iş sözleşmesi haricinde bir hizmet sözleşmesiyle “freelance” çalışan kişilerin de bu kapsama girip girmeyeceği tartışmalıdır. Bu tartışmalara ilişkin görüşlerimiz yukarıda ortaya konulmuştur. Görüşümüzü kısaca; yönetim kurulu üyeleri ile “freelance” hizmet sunan kişilerin “çalışanlara” tanınan hükümlerden faydalanamayacağı; yönetim kurulu üyelerinin aynı zamanda üst düzey yönetici pozisyonunda iş sözleşmesiyle istihdam edilmesi halinde ise her iki sıfatını da koruyacağı şeklinde özetlemek mümkündür.

⁵⁶⁴ Aynı yönde, Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 57.

Konunun tartışmaya mahal vermeksizin normatif olarak çözüme kavuşturulması gerektiği kanaatindeyiz. Bu noktada yapılan yorumların genel olarak tüm anonim şirketler dikkate alınarak yapıldığını belirterek girişim şirketlerinin kendine has özellik ve ihtiyaçları gözetilerek özel düzenlemelere konu olması gerektiği söylenebilir. Kanaatimizce girişim şirketleri özelinde aşağıda yer alan önerileri de kapsayacak biçimde bir düzenleme yapılmalıdır. Bu düzenlemenin kapsamı belirlenirken yönetim kurulu üyeleri ile -özellikle- “freelance” çalışanlar⁵⁶⁵, pay edindirilmesine yönelik hükümlerin uygulama alanına dahil olacak şekilde “çalışan” kavramının içine sokulmalıdır. Yönetim kurulu üyeleri bakımından belirli bir oran sınırı öngörülerek “hakimiyete” ilişkin olası menfaat çatışmalarının önüne geçilebilir.

Girişim şirketlerinin nitelikli bir ekiple çalışması başarı için bir zorunluluktur. Dolayısıyla gerek girişim şirketlerinin başarılı olabilmesi gerekse de girişim sermayesi politikalarının ülke ekonomisine sunacağı katkılar bakımından bu zorunluluk unutulmamalıdır. Yeterli ekonomik gücü olmayan girişim şirketlerinin nitelikli kişilerle çalışabilmek için çözüm olarak uyguladığı “çalışan pay edindirme uygulamalarının” ekosistem ihtiyaçlarına cevap verecek şekilde gözden geçirilmesi gerekmektedir.

b. Yöntem Bakımından

Çalışan pay edindirme yöntemi olarak başvurulabilecek seçeneklerden halka arz ve vakıf kurmak maliyet ve mahiyet itibarıyla girişim şirketlerine pek uygun değildir. Geriye kalan asıl yöntemler pay devri, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırım ve şarta bağlı sermaye artırımındır. Ancak aşağıda görüleceği üzere bu yöntemler de girişim şirketleri bakımından tam anlamıyla sorunu çözmeye yeterli gelmemektedir.

(1) Pay Devri

⁵⁶⁵ ABD’de freelance çalışanların, tüm çalışanlara açık olan çalışan pay edindirme planlarına dahil olmak için kayda değer davalar açtığını ve esasen kendilerinin de işçi olmakla birlikte yanlış nitelermeye konu olarak serbest çalışan göründükleri iddiasına dayandıkları hakkında bkz. PricewaterhouseCoopers, **Employee Stock Options in USA**, n. 6.2.3.

Şirketin kendi payını devri yöntemini uygulayabilmek için öncelikle kendi payını iktisap edebilmesi gerekmektedir. Şirketin kendi paylarını iktisap edebilmesi için TK hükümlerine göre, genel kurulun toplanarak yönetim kurulunu yetkilendirmesi, yönetim kurulunun payları belirli koşullarda devralması, devralınan payların oy haklarının donması gibi girişim şirketleri bakımından hem operasyonel hem mali anlamda zorluk yaratabilecek hususlar bulunmaktadır. Karşılaştırmalı hukuk incelendiğinde genel kurulun yetkilendirme kararına ilişkin esneklik beklentisi olduğu ve bu beklentilerin çeşitli mevzuat hükümleriyle somutlaştığı görülmektedir.

İngiltere’de Şirketler Kanunu m. 693A, yönetim kuruluna verilecek tek bir yetki ile “çalışan pay edindirme planı” uyarınca çok sayıda işlem yapabilme imkânını tanımaktadır. Bu imkân şirketi ayrı ayrı karar almaya ilişkin maliyet ve prosedürlerden koruyarak çalışan pay edindirme planlarının uygulanabilmesi için esneklik sağlamaktadır⁵⁶⁶. Yetki belirli şartlara bağlanabileceği gibi belirli paylara özgülenebilir ya da genel nitelikte olabilir (İngiliz Şirketler Kanunu m. 693A/2). Yetkide devralınacak azami pay miktarı ile paylar için ödenecek azami ve asgari bedeller yer alır (İngiliz Şirketler Kanunu m. 693A/3). Çalışan pay edindirme planı özelinde getirilen bu imkân TK m. 379’da tüm anonim şirketler için öngörülen düzenlemeyle paraleldir. Bu düzenlemenin ötesine geçen Almanya’da ise, Alman Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu m. 71/1-(2) uyarınca Almanya’da eski veya mevcut çalışanlara pay edindirmek amacını taşıması halinde şirketin kendi payını geri alması için genel kurul şartı aranmamaktadır. Kanaatimizce Almanya’daki serbestiyi temkinli bir şekilde İngiltere’deki “çalışan pay edindirme planı” şartıyla sentezleyerek Türk mevzuatına almak isabetli olacaktır. Yalın bir deyişle, gerekli nitelikleri haiz çalışan pay edindirme planı yapan bir girişim şirketi, çalışanları için bu plan kapsamında yapacağı pay iktisaplarında “genel kurul” kararına ihtiyaç duymamalıdır. Bu anlamda geri alınan payların çalışan pay edindirme uygulamalarına özgülenmeleri ve ilgili planda buna ilişkin detayların öngörülmesi şartıyla kanaatimizce yüzde onluk sınır esnetilebilir veya kaldırılabilir⁵⁶⁷.

⁵⁶⁶ UK, **Employee Ownership & Share Buy Backs**, n. 21.

⁵⁶⁷ Yüzde onluk sınırın genel olarak eleştirisi hakkında bkz. Kendigelen, **İlk Tespitler**, s. 271; Ayrıca bu sınırın yüzde yirmiyeye genişletilmesi önerisi hakkında bkz. Baş, **Çalışanların Pay Sahipliği**, s. 114.

Şirketin kendi payını iktisap etmesine ilişkin genel açıklamalar haricinde yukarıda açıklandığı üzere, şirketler paylarını geri alabilmek için “geriye alım hakkı” kararlaştırabilmektedir. Ancak çalışana bu yönde bir yasal zorunluluk yüklenmesi söz konusu değildir. Bunun için çalışanla özel anlaşma yapılması veya çalışan pay edindirme planında bu yönde bir düzenleme olması gerekmektedir. Bununla birlikte, geriye alım hakkının işlerlik kazanabilmesi amacıyla bu haklara korporatif etki tanınması düşünülebilir. Bu ihtimalde girişim şirketleri özelinde geriye alım hakkının taksitle ödenmesine⁵⁶⁸ ilişkin taraf menfaatlerini gözetten düzenlemelere de yer verilebilir.

(2) Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı

Yukarıda ilgili başlıkta girişim şirketlerinde pay sahiplerinin çalışan pay edindirme uygulamaları kapsamında kendi paylarını devretmeye yanaşmayabileceğine ve kendi aralarında kimin payından devir yapılacağı tartışması yaşanabileceğine işaret etmiştik. Bu durum aynı şekilde şirketin kendi payını iktisabı için de geçerlidir. Gerçekten kurucu, melek yatırımcı, GSYF, GSYO, ilk yatırımcılardan olan “eş-dost” (FFF) paylarını ne şirkete geri devretmeye ne de herhangi birine vermeye niyetli olacaktır⁵⁶⁹. Bu sebeple pay devrine ilişkin yapılacak düzenlemeler sorunu çözmeye tek başına yetmeyecek; sermaye artırımına ilişkin yöntemin de ihtiyaçlara cevap verecek şekilde düzenlenmesi gerekecektir.

Sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı girişim şirketleri için hem genel itibariyle hem de özellikle sermaye katkısının sınırlı olduğu çalışan pay edindirme uygulamaları bakımından oldukça masraflı ve zor bir süreçtir. Bu sebeple girişim şirketleri mümkün oldukça pay devri yolunu tercih etmekte olup şartları sağlayabildiği takdirde ise şarta bağlı sermaye artırımını tercih etmektedir.

Türk hukukundaki düzenlemeleri kısaca değerlendirmek gerekirse, ilk olarak rüçhan hakkının çalışanlar lehine sınırlandırılması karşılaştırmalı hukukta da görülen olumlu bir düzenleme olarak anılabilir. Bununla birlikte, bilançoda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların sermayeye dönüştürülmesi ön şartı

⁵⁶⁸ Şirketlerin paylarını geriye iktisap ederken maddi durum açısından sıkıntı yaşadığı ve taksitle ödeme imkanının bu konuda gerekli esnekliği sağlayacağı hakkında bkz. UK, **Employee Ownership & Share Buy Backs**, n. 25.

⁵⁶⁹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 622.

alışan pay edindirme uygulamaları açısından bir sorun teşkil etmektedir. Çalışanlara pay edindirme amacıyla yapılan sermaye artırımının asıl amacının şirkete sermaye sağlamak olmaması; bilakis genellikle şirketin finansal yardımında bulunması, bunun için de esasen serbestçe kullanabileceği öz kaynağa sahip olması gerekmekte iken iç kaynaklardan sermaye artırımını yapılmasını bir ön şart koymak çalışan pay edindirme uygulamalarında sermaye taahhüdü yolunun sorgulanmasına yol aacaktır⁵⁷⁰. İtalya’da bu soruna karşılık girişim şirketleri özelinde kişiisel emek ve çalışmanın - değerleme raporuna tabi şekilde- sermaye olarak taahhüdü bir çözüm olarak denenmektedir⁵⁷¹.

Diğer bir sorun ise rüçhan hakkının sınırlanması ancak çalışanların sermaye taahhüdünde bulunmaması halidir. Çalışanlara pay edindirmek amacıyla rüçhan hakkı kaldırıldıktan sonra, çalışanların taahhütte bulun(a)maması halinde pay sahiplerinin rüçhan hakkının devam edip etmeyeceği, diğer bir deyişle çalışanların pay edinmesi haricinde bir sebeple paylarının seyrelip seyreلمeyeceėi tartişma konusudur⁵⁷². Bu yönde hukuki tartişma ve belirsizliğe yer bırakmayacak şekilde düzenleme yapılmalıdır; aksi takdirde bu belirsizlik mevcut pay sahiplerinin böyle bir riskten çekinerek bu yolu tercih etmemesine yol açacaktır.

(3) şarta Bağlı Sermaye Artırımı

şarta bağlı sermaye artırımını teorik olarak çalışanlara opsiyon tanınması açısından ideal bir yöntemdir. Ancak -özellikle girişim şirketleri penceresinden- uygulamaya bakıldığında bu yönteme ilişkin mevcut düzenlemelerin girişim şirketleri bakımından elverişli olmadığı görülecektir. Öncelikle sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımında olduğu gibi masraflı ve zor bir süreç söz konusudur. Bu zorluklardan başlıcalarını şu şekilde sıralayabiliriz;

- Girişim şirketlerinin böyle bir ihtiyacı olacağını önceden tahmin ederek buna ilişkin esas sözleşme hükmüne kuruluşta yer vermesi çok düşük bir ihtimaldir.
- Kuruluşta bu yönde bir hüküm koymayan girişim şirketinin, şarta bağlı sermaye artırımını yapabilmesi için, belki de yabancı yatırımcıların da

⁵⁷⁰ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 622; Baş, **alışanların Pay Sahipliği**, s. 132 vd.

⁵⁷¹ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 623.

⁵⁷² Baş, **alışanların Pay Sahipliği**, s. 156.

aralarında bulunduğu pay sahiplerini toplayarak bir sermaye artırımı kararı alması, toplantıya bakanlık temsilcisinin katılımını sağlaması ve ticaret sicili nezdinde gerekli işlemleri yürütmesi gerekmektedir. Bu işlemler bizatihi operasyonel açıdan zor ve masraflı olduğu kadar, süreci hassasiyetle yürütecek yüksek nitelikli bir hukuk ekibinin dahil olmasını gerektirdiğinden girişim şirketini ayrıca mali yük altına sokmaktadır.

Fon arayışında olan veya bulunduğu aşama itibarıyla gündeminde daha farklı öncelikleri olan girişim şirketlerinin bu şartlar altında çalışanını “motive” etmek için anılan zorluklara katlanması beklenemez.

(4) Toplu Değerlendirme

Yukarıda yer verilen yöntemlerin artı ve eksilerini birlikte değerlendirdiğimizde, pay devri ve şarta bağlı sermaye artırımı yöntemlerinin bir pay edindirme planına uygun olarak birlikte kullanılmasının en uygun yöntem olduğu sonucuna ulaşmaktayız. Şöyle ki, yapılacak ilk pay edindirme uygulamaları (henüz yatırımcıların bulunmadığı aşamada) pay sahip(ler)inin kendi paylarını devretmesiyle yapılabilir. Yatırımcıların dahil olmasıyla birlikte bu yöntemden ziyade artık şarta bağlı sermaye artırımı kapsamında çalışanlara opsiyon tanınması tercih edilir hale gelecektir. Nihayet dağıtılan payların şirket tarafından iktisap edilmesi suretiyle pay edindirme planına uygun olarak iktisap edilen paylar yeni adreslerine (çalışanlara) dağıtılacaktır. Dolayısıyla tek bir yöntemle ilişkin düzenleme yapılmasından ziyade, burada yer verdiğimiz süreci ve bu kurguyu gözetenek uygun yeknesak bir düzenleme yapılması ihtiyaçlara tam anlamıyla cevap verecektir.

Son olarak AB tarafından girişim şirketlerinin çok sayıda pay sahibinden oluşan bir genel kurul külfetine katlanmaması için çalışan pay opsiyonları özelinde “oysuz pay” ihraç etmelerine ilişkin düzenleme yapılmasının hedeflendiğini⁵⁷³ belirtelim.

2. Pay Opsiyonlarının Ücret Olarak Vergilendirilmesi

Çalışan pay edindirme uygulamalarının gerçek anlamda işlevsellik kazanabilmesi ve olumlu sonuçlar elde edilebilmesi açısından vergi düzenlemeleri

⁵⁷³ EU, **Declaration on the EU Startup Nations Standard of Excellence**, n. 3.

büyük önem taşımaktadır⁵⁷⁴. Bu kapsamda öncelikle mevcut vergisel “sorunların” çözülmesi gerekmektedir. Ancak peşin olarak belirtelim ki, anılan sorunların çözümü yeterli değildir; asıl fayda karşılaştırmalı hukuktaki çözümlere benzer “teşvik edici” düzenlemelere de yer verilmesiyle ortaya çıkacaktır.

Gelir İdaresi Başkanlığı’nın B.07.1.GİB.4.34.16.01-GVK 61-724 sayılı ve 23.02.2012 tarihli özelgesinde⁵⁷⁵ de belirtildiği üzere,

“Gelir Vergisi Kanununun 61 inci maddesinin birinci fıkrasında, ücretin işverene tabi ve belirli bir işyerine bağlı olarak çalışanlara hizmet karşılığı verilen para ve ayınlar ile sağlanan ve para ile temsil edilebilen menfaatler olduğu, ikinci fıkrasında ücretin ödenek, tazminat, kasa tazminatı (Mali sorumluluk tazminatı), tahsisat, zam, avans, aidat, huzur hakkı, prim, ikramiye, gider karşılığı veya başka adlar altında ödenmiş olması veya bir ortaklık münasebeti niteliğinde olmamak şartı ile kazancın belli bir yüzdesi şeklinde tayin edilmiş bulunmasının onun mahiyetini değiştirmeyeceği belirtilmiş olup, 94 üncü maddesinin birinci fıkrasının bir numaralı bendinde de hizmet erbabına ödenen ücretler ile 61 inci maddede yazılı olup ücret sayılan ödemelerden (istisnadan faydalananlar hariç), 103 ve 104 üncü maddelere göre vergi tevkifatı yapılacağı hüküm altına alınmıştır”.

a. Üç Aşama: “Granting”, “Vesting”, “Exercising”

Pay opsiyonlarına ilişkin yaptığımız “hukuki” açıklamaları uygulamadaki “karşılıklarıyla” genel olarak açıklarsak, opsiyonun vaad edilmesi (“granting”), opsiyonun elde edilmesi (“vesting”) ve opsiyonun kullanımı (“exercising”) şeklinde üç aşamaya ayrılmaktadır⁵⁷⁶. Bu aşamaların niteliği vergi hukuku anlamında vergiyi doğuran olayın tespiti için önem kazanmaktadır. Bu aşamalara karşılaştırmalı hukukta edinilen payların elden çıkarılması şeklinde dördüncü bir aşama daha eklenmektedir⁵⁷⁷.

b. Türkiye ve Örnek Düzenlemeler

Gelir Vergisi Kanunu m. 63 son fıkra hükmüne göre, “Hizmet erbabına verilen ayınlar, verildiği gün ve yerdeki ortalama perakende fiyatlarına göre; konut

⁵⁷⁴ Serdar Kılıç, **Startup Şirketlerde Hisse Opsiyon Planlarının Vergilendirilmesi: Türk ve Bazı Ülke Uygulamalarının Kıyaslanması**, (Çevrimiçi), <https://bogaziciventures.com/tr/startup-sirketlerde-hisse-opsiyon-planlarinin-vergilendirilmesi-turk-ve-bazi-ulke-uygulamalarinin-kiyaslanmasi/>, SET 09.11.2022; Demirkan, **Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları**, s. 5.

⁵⁷⁵ Gelir İdaresi Başkanlığı, (Çevrimiçi), <https://www.gib.gov.tr/node/100037/pdf> SET 09.11.2022.

⁵⁷⁶ Kılıç, **Startup Hisse Opsiyon Planlarının Vergilendirilmesi**

⁵⁷⁷ Kılıç, **a.e.**

tedariki ve sair suretle sağlanan menfaatler, konutun emsal kirasına veya menfaatin emsal bedeline göre değerlenir". Burada vergiyi doğuran olay opsiyonun kullanılması (exercising) olarak kabul edilmekte olup; uygulamada ücret olarak kabul edilen tutar, çalışan bir bedel ödedyse bu bedel ile payın piyasa değerı arasındaki fark olarak, çalışan bir bedel ödemediyse doğrudan piyasa değerı olarak kabul edilmektedir⁵⁷⁸.

Öte yandan borsada işlem görmeyen bir şirket payının değerlemesinin zor olduğu; bir adım ileri giderek, yüksek büyüme potansiyeli taşıyan girişim şirketlerinin mevcut ve gelecek piyasa değerlerinin hesaplanmasının çok daha zor olduğu; bu şirketlerin defter değerlerinin gerçeği temsil etmeyebileceği dahi belirtilmektedir⁵⁷⁹.

Bu kapsamda girişim şirketlerinin vergi yükü altında kalması, buna karşılık ödeyeceği vergiyi doğru tespit etmesinin oldukça zor olması, bu sebeple vergi kaçırmış sayılma riskiyle karşılaşması önemli bir sorundur. Bu sorundan -mümkün olduğunca- kaçınmak için vergi danışmanı ve mali müşavirle çalışmak ise fon arayışında olan girişim şirketi için ayrı bir masraf teşkil etmektedir.

Karşılaştırmalı hukukta Estonya, İsrail, ABD, İngiltere, Fransa, Kanada gibi ülkelerde başarılı uygulamalar olduğu; anılan ülkelerin düzenlemelerine bakıldığında genel itibariyle vergiyi doğuran olay olarak çalışanın opsiyon neticesinde elde ettiği payı "elinden çıkarmasının" kabul edildiği; ve ayrıca yine ortak bir çözüm olarak -oranları değişmekle birlikte- pay bedelinin piyasa değerinin belirli bir oran altında (%60 gibi) belirlenmesine imkân tanındığı görülmektedir⁵⁸⁰. Kanaatimizce bu durum bir teşvik olmakla birlikte aynı zamanda pay bedelinin belirlenmesindeki "tereddütlere" karşı bir önlem niteliği de taşımaktadır.

Anılan iki çözümün Türkiye için de uygulanabileceği kanaatindeyiz. Özellikle vergiyi doğuran olayın "elden çıkarma" anına ötelenmesi fon sıkıntısı yaşıyan girişim şirketleri için önemli bir kolaylık sağlayacaktır.

Son olarak pay sahiplerinin çalışan pay edindirme yöntemi olarak kendi payını devretmesi halinde bu devrin "pay sahibinin olağan bir ticari devri" mi yoksa

⁵⁷⁸ Kılıç, a.e.

⁵⁷⁹ Kılıç, a.e.

⁵⁸⁰ Kılıç, a.e.

“cret” niteliğindeki bir uygulama mı sayılacağı hususunun açıklığı kavuşturulması kanaatimizce yerinde olacaktır.



III. Girişim Şirketinin Erken Aşama Finansmanı

A. Genel Olarak

1. Yatırım Turları

Girişim şirketlerinin finansmanı “aşamalar” halinde gerçekleştirilmektedir. Uygulamada bu aşamalar “yatırım turları” olarak isimlendirilmektedir. Yatırım turları tohum öncesi (pre-seed), tohum (seed), seri A, seri B, seri C, (nadiren D ve E) şeklinde olmakta ve takiben girişim şirketinin serüveni halka arzla nihayete ermektedir. Girişim şirketlerinin her birinin kendine özgü bir serüveni olup yatırım turlarının zamanlaması, yatırımcı kitlesi, yatırım miktarı veya yatırım yöntemi farklılık göstermektedir. Bununla birlikte “genelleme” arz edebilecek şekilde şu açıklamaları yapmak mümkündür⁵⁸¹:

- Tohum öncesi aşama ilk olarak kurucuların kendi birikimleri⁵⁸², eş, dost yatırımları (Family Friends Fools - FFF), kuluçka merkezleri (veya nadiren kitle fonlaması ya da melek yatırımcıların) dahil olarak sermaye oluşturduğu aşamadır.
- Tohum yatırımı ilk geleneksel yatırım turudur. Bu aşamada artık ana yatırımcı olarak melek yatırımcı ve kuluçka merkezleri görülmektedir. Bu fon genelde girişim şirketinin ürün geliştirme/pazar araştırmaları yapabilmesi ve bu amaçla bir ekip kurabilmesi için kullanılır.
- Seri A yatırım ise GSYO ve GSYF’lerin dahil olduğu ilk yatırım turudur. Seri A yatırımı alan bir girişim şirketinin genellikle müşteri kitlesi ve ürünü

⁵⁸¹ Örnek mahiyetinde kaynaklar için bkz. Francesca Cornelli, Oved Yosha, “Stage Financing and the Role of Convertible Securities”, **Review of Economic Studies**, S: 70, C: 1, 2003, s. 1-32, 1 vd.; Ronald J. Gilson, “Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience”, **Stanford Law Review**, C: 55, S: 1, 2003, s. 1067-1103, s. 1078 vd.; Williams, **VC Contract Design**, s. 135 vd.; Giudici/Agstner, **Startups**, s. 602 vd.; John F. Coyle, Joseph M. Green, “Contractual Innovation in Venture Capital”, **Hastings Law Journal**, C: 66, S: 1, 2015, s. 133-183, s. 150 vd.; Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 11; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 842 vd.; (Çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp>, SET 10.11.2022; (Çevrimiçi), <https://www.uschamber.com/co/run/finance/what-are-investment-rounds>, SET 11.10.2022; (Çevrimiçi), <https://visible.vc/blog/startup-funding-stages/>, SET 10.11.2022; (Çevrimiçi), <https://medium.com/the-saas-growth-blog/from-pre-seed-to-series-c-startup-funding-rounds-explained-f6647156e28b>, SET 11.10.2022; (Çevrimiçi), <https://www.apyventures.com/post/yatirim-turu-%C3%A7e%C5%9Fi-tleri>, SET 11.10.2022.

⁵⁸² Uygulamada bu husus “bootstrapping” olarak anılmaktadır. Bu yönde örnek mahiyetinde bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 146.

hazırdır. İyi bir fikir tohum yatırımı almaya yardımcı olabilir; ancak fikrin nasıl getiri sağlayacağına ilişkin işletme planı yeterince ikna edici değilse Seri A yatırımı almak pek mümkün olmayacaktır. Yurt dışında genelde 2 milyon ve 15 milyon dolar arası yatırımların yapıldığı ve yatırımcılar tarafından %20 ile %35⁵⁸³ civarı pay alındığı görülmektedir. Buna rağmen GSYO/GSYF'leri veya melek yatırımcıları ikna edemeyen bazı girişim şirketlerinin kitle fonlamasını Seri A turu için kullandığı da görülmektedir. Bu turdaki yatırımın amacı girişim şirketinin elde ettiği sermayeyi verimli kullanarak faaliyetine bir sonraki yatırım turuna kadar devam edebilmek ve bu süreçte çeşitli başarı kriterlerini sağlayarak daha yüksek bir değerlemeyle yeni yatırım turunun potansiyel yatırımcılarının dikkatini çekebilmektir⁵⁸⁴.

- Seri B yatırım GSYO, GSYF ve özel sermaye fonlarının dahil olduğu ve girişim şirketinin “genişlemek” ve “ölçeklenmek” (“scale-up”) için fon aradığı turu ifade etmektedir. Burada adeta “kendini ispatlamış” bir girişim şirketi daha “büyük ölçekli” (scale) bir şirket olmak için fon aramaktadır. 30 milyon ve 60 milyon dolar arası yatırımlar görülmektedir.
- Seri C yatırım halihazırda başarılı yatırım turları geçiren girişim şirketinin yeni ürün, yeni pazar arayışlarında olduğu veya belki de diğer şirketleri devralmayı hedeflediği ve bu amaçlarla fon aradığı turudur. Örneğin Türkiye pazarında çok başarılı olan bir girişim şirketi Avrupa pazarına açılmak için Alman bir şirketi devralmak isteyebilir. Halka arz olmadan önce şirket değerlemesinin artırılması için de tercih edilebilmektedir. Yatırım bankaları, özel fonlar, serbest fonlar (hedge fon) da yatırımcılar arasına katılabilir.
- Seri D ve seri E yatırımlara pek rastlanmaz. Esasen bu yatırım turları girişim şirketinin hedefine ulaşamadığını ve sermaye üretmediğini göstermekte olduğundan şirketin geleceği açısından istisnalar haricinde genel olarak iyi bir işaret sayılmaz⁵⁸⁵.

Yukarıda yer verilen yatırım turlarında her bir tur sırasında yatırımcı tarafından “şirket değerlemesi” yapılmakta ve bu değerlendirme uyarınca yatırım yapılacak tutar,

⁵⁸³ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 150.

⁵⁸⁴ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 151.

⁵⁸⁵ Aksi yönde karşı. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 151.

pay sayısı, yatırım öncesi ve yatırım sonrası pay bedelleri hesaplanmaktadır. Bu hesaplama “cap table” hazırlanarak yapılır. Melek yatırımcıların mümkün olduğunca erken dönemde yatırım yapmasının arkasında şirketin değerlemesinin henüz düşük olduğu bu dönemlerde şirketten avantajlı şekilde pay alabilme amacı yatmaktadır.

Kanaatimizce yatırım turlarını “miktarlara” göre tanımlamak isabetli olmayacaktır. Girişim şirketinin içinde bulunduğu durum, fonun nerede kullanılacağı, yatırımcıların niteliği, fon miktarı ve özellikle yatırımın zamanlaması bir arada değerlendirilmelidir. Nitekim Türkiye’de tohum aşama olarak nitelenen bir yatırım turu ekosistemin gelişmişliği ve fona ulaşımın kolaylığı gibi etmenler göz önüne alındığında ABD yatırımcıları nezdinde tohum öncesi olarak nitelendirilebilir⁵⁸⁶.

Yatırım turlarında genellikle ilk olarak köklü bir yatırımcı bulunur. Girişim şirketi diğer yatırımcıların dikkatini bu yatırımcının yatırım turuna dahil olması sayesinde çekebilmektedir. Aynı şekilde bu yatırımcı, riski bölüşmek adına diğer yatırımcıları da aktif olarak ikna edebilmektedir.

Belirtelim ki, burada açıklanan “yatırım turları” isminden anlaşılacağı üzere girişim şirketine yatırım amaçlı finansman sağlanmasıdır. Yoksa girişim şirketi fon ihtiyacını “mümkün olduğu takdirde” banka kredisi veya benzer yöntemlerle gidermeye çalışabilir. Ancak çalışmamızın başında ifade ettiğimiz üzere, bankalar henüz yeterince malvarlığı olmayan girişim şirketlerine -özellikle başlangıç aşamasında- kredi vermeye sıcak bakmamaktadır. Bunun yerine uygulamada bankaların özel birimler kurarak, bu birimler aracılığıyla adeta “kuluçka merkezi” veya “hızlandırıcı” gibi faaliyet gösterdiği ve bu şekilde girişim şirketlerini destekledikleri görülmektedir.

2. Yatırım Süreci

Yatırımcıların ilgili şirkete yatırım yapması tek bir işlemle “anlık” olarak gerçekleşmemektedir. Bunun yerine, nihai işleme yönelen birçok işlemten oluşan bir “yatırım süreci” yaşanmaktadır. Çalışmamızın konusu birleşme ve devralma hukuku olmadığından sürece ilişkin her bir işlem hakkında detaylı açıklama yapmayı isabetli

⁵⁸⁶ (Çevrimiçi), <https://www.apyventures.com/post/yatirim-turu-%C3%A7e%C5%9Fi-tleri>, SET 11.10.2022.

bulmuyoruz. Öte yandan çalışmamızın önemli bir bölümünü teşkil eden erken aşama finansman sözleşmelerinin ise “yatırım sürecinin” hangi aşamasına denk geldiğini anlayabilmek açısından sürece genel itibariyle kısa bir projeksiyon tutmak faydalı olacaktır.

a. Gizlilik Sözleşmesi (“NDA”)

Sürecin yatırımcı veya girişimci tarafından başlatılması arasında hukuken bir fark yoktur. Bununla birlikte, genelde girişimci fon arayışı sebebiyle potansiyel yatırımcılarla iletişime geçerek süreci başlatır ve bir tanıtım yazısı gönderir; ancak müzakere öncesinde gerek paylaşılan bilgilerin gerekse de bizatihi işlemin kendisinin gizliliğini temin edebilmek amacıyla taraflar arasında bir gizlilik sözleşmesi (NDA) imzalanır⁵⁸⁷. Bu sözleşmede gizli bilginin detaylıca tanımlanması, tanıtım yazısı sonrasındaki soru cevaplar dahil olmak üzere işlemin kendi gizliliği ve paylaşılacak tüm bilgi ve belgelerin de sözleşme kapsamına alınması, kişisel verilerin korunması ve çalışan/müşteri ayartmama hükümlerinin öngörülmesi önem taşımaktadır⁵⁸⁸.

Yatırımcıya bilgi veren girişimci, girişim şirketindeki hakimiyeti sebebiyle tüm bilgiye genelde sahiptir. Bununla birlikte ihtilafa elverişli bir pay sahipliği yapısında, paylaşılan bilgi sebebiyle yönetim kurulunun sorumluluğu vb. hususların gündeme gelmemesi amacıyla pay sahibinin bilgi edinmesi için en ideal çözüm bu konuda bir yönetim kurulu kararı alınarak pay sahibi ile şirket arasında bilginin (i) kimle ve (ii) ne amaçla paylaşılacağını içeren ayrı bir gizlilik sözleşmesi imzalanmasıdır⁵⁸⁹.

Yatırımcıyla yapılacak gizlilik sözleşmesinin tarafı bilgi veren sıfatını taşıyan pay sahibidir. Bununla birlikte, uygulamada ilgili şirketin sözleşmeye taraf kılındığı da görülmektedir. Bunun -iştirak taahhüdü sözleşmeleri haricinde- bilinçli bir tercih

⁵⁸⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 44 vd.

⁵⁸⁸ Detaylı bilgi için bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 52-60. Bu noktada gizli bilginin mümkün olduğunca detaylı tanımlanması ve kritik bilgilerin bu aşamada paylaşılmaması önemlidir. Zira sözleşmenin ihlali halinde ispat zorlukları sebebiyle talebin kapsamını belirlemek cezai şart olmadıkça pek mümkün değildir. Cezai şartı ise bazı yatırımcılar (GSYO ve GSYF’ler de dahil) saygınlıklarına leke olarak görmektedir. Bu sebeple cezai şarta ikna edemeyen tarafın mümkünse götürü tazminata ikna etmeye çalışması, bu da olmadığı takdirde gizli bilginin kapsamını belirlemek ve kritik bilgileri paylaşmamaktan başka çare kalmayacağı hakkında bkz. **a.e.**, s. 56.

⁵⁸⁹ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 49 vd. Bu açıklamaların pay devri yolunun tercih edilmesi halinde geçerli olduğunu, sermaye taahhüdü yoluyla yapılacak yatırımlarda ise doğrudan şirketin taraf olabilecek olması sebebiyle bu hususa gerek kalmayabileceğini belirtelim.

olmadığı, fayda sağlamak yerine, şirketin bizzat bilgi veren taraf olarak gözükmesi sebebiyle şirketin hemen yukarıda açıklanan sebeplere dayanarak veya başka bir sebeple esasen bilgi veren olması gereken pay sahibinin sorumluluğuna gidememesine yol açabileceği belirtilmektedir⁵⁹⁰.

b. Müzakere Sürecinin Belirlenmesi

Yatırımcının ilgisi devam ediyorsa süreç, bazen birbirinin alternatifi olarak bazense birlikte kullanılan niyet mektubu, sürece katılmaya davet mektubu (“process letter”) veya ticari şartlara ilişkin anlaşma (“termsheet”) ile devam etmektedir⁵⁹¹. Birden fazla potansiyel yatırımcı bulunduğu takdirde sürece katılmaya davet mektubu; tek bir potansiyel yatırımcı var ise diğer iki alternatif tercih edilebilir⁵⁹². Öte yandan girişim sermayesi yatırımlarında bazı yatırımcıların bu aşamayı atlayıp ilgili girişim şirketine bir e-posta göndererek kendi şartlarını belirttiği ve doğrudan inceleme (“due diligence”) aşamasına geçmeyi talep ettiği de görülmektedir.

(1) Niyet Mektubu (“Letter of Intent”)

Niyet mektubu “müzakerelerin yürütülmesine ilişkin temel ilkeleri” içeren, diğer bir deyişle müzakerelerin nasıl yapılacağını belirleyen bir belgeden ibaret olup, imzalanması hedeflenen nihai sözleşmeye ilişkin sözleşme bedelini talep hakkı vermez⁵⁹³. Burada adeta medeni yargılama usulünde yargılamanın nasıl yürütüleceğinin önceden belirlendiği ön inceleme duruşma tutanağına benzer bir durum bulunmaktadır.

İlginin “ciddi” bir boyuta ulaşması ve artan masraflar münhasırlık hükümlerinin öngörülmesine; niyet mektubunun bir sözleşme veya ön sözleşme olmaması arzusu satış ve pay devri borcunun bağlayıcı olmadığına ilişkin açık hüküm öngörülmesine; buna karşılık sürecin boşa gitmemesi arzusu baştan fiyatın nasıl belirleneceğine ilişkin bağlayıcı olmayan bir hüküm öngörülmesine, azami

⁵⁹⁰ Bu yönde ve öte yandan bu durumda şirketin ihlal halinde doğrudan alıcıya (yatırımcıya) dava açabileceği hakkında bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 51.

⁵⁹¹ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 45 ve s. 60. Bu belgelerin ön sözleşme niteliğinde olmadığı ve genellikle uygulamada hangi kısımlarının bağlayıcı hangi kısımlarının bağlayıcı olmadığını açıkça belirlendiği hakkında bkz. **a.e.**, s. 61; Fakat bağlayıcılığa ilişkin hüküm gereği gibi yapılmazsa “ön sözleşme” vücut bulabileceği hakkında bkz. **a.e.**, s. 83.

⁵⁹² Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 45.

⁵⁹³ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 62.

müzakere süresi veya belirli kurul kararlarının alınması gibi “ön şartlar” öngörülmesine ihtiyaç doğurmakta; ve buna ek olarak sürece devam edebilmek için incelemeye konu soru listesi, bu kapsamda paylaşılan “veri odasını” da kapsayacak yeni bir gizlilik hükmüne yer verilmektedir⁵⁹⁴.

(2) Sürece Katılmaya Davet Mektubu (“Process Letter”)

Özellikle özel sermaye fonlarının (“private equity”) tercih ettiği bir yöntem olan sürece katılmaya davet mektubu, sürecin birden fazla potansiyel yatırımcıyla yürütülmesine elverişli olan ve nihai sözleşmeye kadarki aşamaları tarif ederek sürece ilgi duyan yatırımcıların davet edildiği, teklif toplama zamanı, teklifin bağlayıcılığı, gelecek aşamaları ve taslak metinlerin müzakeresini düzenleyen, bu aşamada inceleme raporlarının da paylaşılabilirdiği ve genellikle yatırım yapılacak tarafın “mektubun kabul edilerek geri gönderilmesini” talep ederek sözleşme mahiyetini tartışmaya mahal vermeksizin temin ettiği belgelerdir⁵⁹⁵. Bu aşamada talep ve beklentilere göre sürece devam etmekten vazgeçen taraflar olabilir⁵⁹⁶.

(3) Ticari Şartlara İlişkin Anlaşma (“Termsheet”)

Diğer yöntemlere alternatif olarak kullanılabilen termsheet, hukuki konulardan ziyade ticari konulara yoğunlaşan, hukuki metin yapısının sadeleştiği ve bu sayede hukuki tartışmalardan kaçınılarak hız kazanıldığı, bu sebeplerle diğer yöntemlere nazaran daha sık tercih edilen bir belgedir⁵⁹⁷. Sürecin uzaması halinde hem vakit hem de mali kaynak ayrılması gerekliliği tarafları olabildiğince hızlı davranmaya itmektedir. Bu bağlamda yukarıda belirtildiği üzere, uygulamada müzakere gücünü⁵⁹⁸ elinde bulunduran GSYO ve GSYF’lerin termsheet

⁵⁹⁴ Detaylı bilgi için bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 63-83.

⁵⁹⁵ Detaylı bilgi için bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 97-107.

⁵⁹⁶ Örneğin sorumluluk sınırları ve sözleşme bedeli konusunda anlaşmazlık yaşanabilir. Bu bağlamda sözleşme bedelinin ödenmesinin ertelenmesi veya kriterlere bağlanmasının çıkış yapmak isteyen Private Equity fonlarının hevesini kaçırabileceği veya sorumluluk sınırının yüksek ve ağır tutulması şeklindeki beklentinin süreci başlatan tarafı korkutup vazgeçirebileceği yönünde bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 102 vd.

⁵⁹⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 111 vd.

⁵⁹⁸ Müzakere gücü ve girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin sözleşme hükümlerini nasıl etkilediği hakkında detaylı bir çalışma için bkz. Spencer Williams, “Venture Capital Contract Design: An

göndermekle dahi vakit kaybetmeden kendi şartlarını bir eposta ile ileterek doğrudan inceleme sürecine geçmeyi talep ettiği bile görülmektedir. Bunun haricinde yatırım öncesi değerlemenin tahmini aralığı ve yönetim kurulu üyeliği hakları gibi bazı imtiyazlar hakkında “genel itibariyle” anlaşılmadığı müddetçe GSYF ve GSYO tarafından termsheet gönderilmediği de görülmektedir⁵⁹⁹. Genel bir mutabakat olduğu takdirde, termsheet vasıtasıyla müzakereler devam etmektedir.

c. İnceleme (“Due Diligence”)

Yatırımcı, şirketin hukuki ilişkileri başta olmak üzere, finansal, vergisel ve ihtiyaca göre diğer bazı alanlara dair bir incelemesini yaparak şirkete ait gerçek durumu görmeye çalışır. Özellikle yatırımcı tarafından bir “soru listesi” hazırlanarak önemli noktalar üzerinde durulmaktadır. Bunun haricinde inceleme yapılması için “veri odası” hazırlanmaktadır. Bugün genellikle bulut uygulamaları vasıtasıyla “elektronik veri odalarının” kullanılması söz konusu olmaktadır.

d. El Sıkışma (“Handshake Deal”)

Girişim sermayesi yatırımlarının hızlı ve dinamik yapısı, girişim şirketleri ve yatırımcıları nihai sözleşmeden önce “el sıkışarak” anlaşmaya yöneltmektedir. Silikon Vadisi uygulamasının, nihai sözleşmenin akdinden önce tarafların sözlü anlaşması şeklinde tarif edilebilecek “el sıkışma” esasıyla yürüdüğü ifade edilmektedir⁶⁰⁰. Zira masraflı ve uzun bir belge hazırlama sürecine tabi olan girişim şirketleri ile bu süreçte diğer olası yatırımları kaçırma ihtimali bulunan yatırımcı, bu süreçten önce belirli bir miktarda “netliğe” ihtiyaç duymaktadır.

Öte yandan zaman içerisinde dürüst olmayan veya profesyonellikte bağdaşmayan tavırlar sergileyen taraflar görülmüştür. Örneğin bazı yatırımcılar, girişim şirketine “yatırım yapmayacağı” şeklinde olumsuz geri dönüş yaparken, bir yandan açık kapı bırakarak “yatırım yapabilecekmiş gibi” ifadeler kullanmaktadır. Bu sayede kendisine bir tercih hakkı yaratan yatırımcı menfaatine göre daha önce el sıkıştıklarını ifade edebilirken halihazırda olumsuz geri dönüş yaptığını da ifade

Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms”, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, C: 23, S: 1, 2017, s. 105-172.

⁵⁹⁹ Williams, *VC Contract Design*, s. 126.

⁶⁰⁰ (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/handshake>, SET 26.11.2022.

edebilmektedir. SAFE sözleşmesini üreterek erken aşama yatırımlar için standart bir içerik önerisinde bulunan Y Combinator, el sıkışma uygulaması hakkında anılan tartışmaların önüne geçebilmek amacıyla, nihai sözleşme öncesi hangi hallerde “el sıkışmanın” varlığının kabul edilebileceğine ilişkin standart önerilerinde bulunmuştur⁶⁰¹.

e. Nihai Sözleşmeler

Süreç nihai sözleşmelerin imzalanması ve ifasıyla sonuçlanmaktadır⁶⁰². Bu bağlamda pay devri yapılacak ise pay satım sözleşmesi, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı yapılacak ise iştirak sözleşmesi imzalanmaktadır. Her halükârda mevcut ve yeni pay sahipleri arasındaki ilişkileri düzenlemek için pay sahipleri sözleşmesi de yapılmaktadır. Bununla birlikte, çalışmamızın takip eden başlığına konu olduğu üzere, girişim sermayesi yatırımlarında girişim şirketlerinin yatırımcı nezdinde taşıdığı riskler sebebiyle uygulama kendine özgü yatırım yöntemleri geliştirmiştir. Bu kapsamda borç sermaye karması sözleşme ve SAFE sözleşme tipleri ulusal ve uluslararası girişim sermayesi yatırımlarında çok sık kullanılan sözleşmelerdir.

B. Girişim Şirketlerinin Erken Aşama Finansmanında Kullanılan Özel Sözleşme Tipleri

1. Sözleşmelerin Kökeni ve Gelişim Süreci

Uygulamada sıklıkla benzer hükümlerden oluşan kalıp sözleşmeler tercih edilmektedir. Bu uygulama sözleşmenin konusundan bağımsız olarak devam etmektedir. Sözleşmenin bazı detaylarında müzakare gerçekleştirilmekle birlikte, çoğu hukuk bürosu müzakere edilecek kısımlar haricinde pek değiştirmedeği, farklı kalemlerden kaynaklanan ufak ifade değişiklikleri olsa da genel itibariyle aynı konulara temas eden “taslak” sözleşmeleri kullanmaktadır. Bu bağlamda -kira sözleşmesi, ticari alım satım, pay devri veya pay sahipleri sözleşmesi farketmeksizin- aynı konuya ilişkin sözleşmelerde tarafların özel istek ve beklentilerine göre

⁶⁰¹ (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/handshake>, SET 26.11.2022.

⁶⁰² Buraya kadar açıklanan işlemler nihai sözleşmenin imzalanması (“signing”) ve bu suretle nihai sözleşme kapsamında yatırımın gerçekleştirilmesi (“kapanış”, “closing”) beklentisine dayanmaktadır. Belirtelim ki, nihai sözleşmelerde kapanış sonrası (“post-closing”) yükümlülükler de öngörülebilir.

değiştirilecek olan hususlar ve önceden “müzakereye” ayrılan kısımlar haricinde sözleşme hükümleri ve sözleşme kurgusunun benzer olduğu görülmektedir. Bu taslak sözleşmeler kimi zaman ilgili büronun “hususiyetini” taşıyabilmekte ise de, genellikle gerek bizatihi büro tarafından uzun süredir kullanılıp geliştirilerek “en iyi haline” ulaşılması gerekse de piyasada belirli bir kabul ve uygulamanın varlığı, bahse konu “kalıplaşmış içeriklere” yol açmaktadır.

Bir adım ileri giderek, örneğin uluslararası ticaret alanında, uluslararası kuruluşlar tarafından hazırlanan ve tamamen yeknesak hale getirilen “standart sözleşmeler” olduğu görülmektedir. Milletlerarası Ticaret Odası tarafından hazırlanan ve her yıl güncellenen “Incoterms” uluslararası ticarete ilişkin standartlara örnek olarak zikredilebilir. Burada amaçlanan birbirinden farklı hukuk kökeni olan kişilerin ortak bir düzlemde anlaşabilmesi, sorunların mümkün olduğunca en aza indirilmesi ve mümkün olduğunca tarafların “hukuki belirsizliklerden” ziyade işlerine odaklanmasını sağlamaktır. Bu bağlamda yukarıda girişim sermayesi politikalarında örnek olarak yer verdiğimiz devletler tarafından -örneğin esas sözleşme- taslak hükümlerine yer verilmesi de benzer amaçlara yönelmektedir. Nitekim yine yukarıda açıkladığımız üzere Delaware’ı girişim sermayesi politikaları anlamında öne çıkaran hususlardan biri yatırımcı ve girişimcilerin buradaki hukuk ve sözleşmelere aşina olmasıdır. Dolayısıyla “ihtiyaçlara cevap verdiği müddetçe” sözleşme hükümlerinin kalıplaşması tek başına olumsuz bir değerlendirmeyi gerektirmez.

Gerçekten (i) tarafların alıştığı hükümlerden farklı önerilere karşı sıcak bakmaması ve belki şüphe duyması, (ii) hukuk bürolarının alışkanlıklarından vazgeçip risk almak istememesi, (iii) çok fazla kişinin aynı uygulamayı devam ettirmesi, (iv) hukuk bürolarının olası bir yenilik yapması halinde fikri mülkiyet hukuku korumasından güçlü bir şekilde faydalanamaması ve bu sebeple yeniliğe hevesli olmaması, (v) yenilik yapmaktansa mevcutla devam etmenin daha kolay olması sebepleriyle, sözleşme türleri ve içeriklerinde çoğu zaman kayda değer bir değişim yapılmadığı ifade edilmektedir⁶⁰³. Buna karşılık teknoloji, hukuk, regülasyon alanlarında veya piyasada yaşanan “dikkate değer” bir gelişme yeni

⁶⁰³ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 138-140.

ihtiyaçlar doğurabilmekte ve böyle bir durumda uygulama belirli bir süre içerisinde yeni sözleşme tipleri ve yeni hükümlere muhatap olmakta ve zaman içerisinde bunlardan biri benimsenerek yeni “standartlar” geliştirilmektedir⁶⁰⁴.

Aşağıda detaylıca açıklanacağı üzere bulut bilişim teknolojisi başta olmak üzere teknolojinin gelişmesi bir yandan teknoloji tabanlı girişim şirketlerinin kuruluş masraflarının hatırı sayılır ölçüde düşmesine, diğer yandan çok hızlı bir şekilde büyüme gösterebilmelerine imkân sağlamıştır. Bu durum tohum yatırımlarda dahi çok yüksek meblağların konuşulmasını ve yeni hukuki ihtiyaçların doğmasını beraberinde getirmiştir. İşte yaşanan bu değişimin beraberinde getirdiği yeni ihtiyaçlar, tohum ve seri A yatırımlarında görülen “sözleşme kalıplarının” değişime uğraması ve “yeni sözleşme türlerinin” ortaya çıkmasıyla sonuçlanmıştır. Kanaatimizce sözleşmelere ilişkin yaşanan bu gelişim halen dinamikliğini korumakta olup yeni ihtiyaçlar doğrultusunda yeni içerikler üzerinde çalışıldığı görülmektedir.

a. Değişimden Önceki Durum

(1) Pay Karşılığı Yatırım

Geçmiş dönem uygulaması incelendiğinde girişim sermayesi yatırımlarının ilk olarak sermaye yatırımları şeklinde yapıldığı görülmektedir. Buna göre, girişim şirketine daha önce yatırım yapan eş dost (FFF) ve melek yatırımcıların daha sonraki aşamalarda yatırım yapan GSYO ve GSYF'lere kıyasla içerik anlamında daha sade sözleşmeler yaptığı; daha az hak ve imtiyaz talep ettiği (bazen hiç etmediği) ifade edilmektedir⁶⁰⁵. Bununla birlikte, bazı melek yatırımcıların belirli konularda veto hakkı, yönetim kurulu üyesi belirleme hakkı, çıkış hakları istediği; GSYO ve GSYF'lerin ise yatırım yaptığı miktarın büyüklüğünün de etkisiyle yatırım tutarı ve işleyecek temettü miktarını karşılayacak şekilde kâr payı (temettü) ve tasfiye payı imtiyazları, seyrilmeye karşı koruma ve rüçhan hakkı imtiyazları; sermaye artırım, borçlanma, temettü, tasfiye, kontrol değişikliği vb. konularda veto hakkı; yönetim

⁶⁰⁴ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 141.

⁶⁰⁵ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 147 vd.; Giudici/Agstner, **Startups**, s. 603; Tyler Lasicki, **The Rise of Alternative Early Stage Financing Methods**, Honors Scholar Theses, 2021, s. 3; John F. Coyle, Joseph M. Green, **The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts**, “Minnesota Law Review Headnotes 103”, 2018, s. 101-125, s. 103.

kurulu üyesi seçme veya aday gösterme imtiyazı gibi oldukça detaylı talepleri olduğu belirtilmektedir⁶⁰⁶.

Görüldüğü gibi melek yatırımcı pay karşılığı yatırım yapıyor olmasına rağmen, GSYF ve GSYO'lara kıyasla daha az korumadan faydalanmaktadır. Olası bir tasfiye halinde alacaklıların ve tasfiye imtiyazını içeren pay sahiplerinin arkasında yer almak ve şirkete herhangi bir finansal katkısı olmayan kurucularla “pay oranında” aynı sırada olmak, yüksek riskli girişim sermayesi yatırımı yapan melek yatırımcı için olumsuz bir tablo yaratmaktadır⁶⁰⁷.

(2) Borç Sermaye Karmasının İlk Görünümü: Köprü Finansman

Borç sermaye karması finansman ilk dönemlerde iki alanda adeta köprü finansman olarak kullanılmıştır. Buna göre yatırımcı, yatırım yaptığı şirketin yeni bir yatırım turuna çıkmasına yarayacak nitelikte başarı kriterlerini sağlaması için -örneğin birkaç ay daha faaliyet sürdürmeye yetecek bir sermayeye ihtiyaç duyulması halinde- bu sermayeyi sağlamak ya da zorlu günler geçiren bir şirketten çıkış yaparken yeni alıcı bulunana kadar şirketin faaliyetine devam etmesine yetecek sermayeyi sağlamak üzere borç sermaye karması finansmana başvurabilmektedir⁶⁰⁸. Bu kullanım alanı bakımından borç sermaye karması finansman aşağıda yapacağımız açıklamalardan hukuken farklı bir yön arz etmemektedir. Bilakis bugün girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan borç sermaye karması sözleşmelerin “temelini” oluşturmaktadır. Örneğin bir sonraki yatırım turunda yapılacak değerlemede tespit

⁶⁰⁶ Bkz. ve karşı. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 147-151 ve dn. 67; Williams, **VC Contract Design**, s. 123 vd.; Giudici/Agstner, **Startups**, s. 604 vd.; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 3; Amerikan hukukunda esasen imtiyazlı paylar (preferred stock) ve adi paylar (common stock) şeklindeki ayrım Türk hukukuyla tam olarak örtüşmemektedir. Esasen eyaletten eyalete de değişen bu hususlar tamamen bağımsız bir çalışma teşkil edecek detayı haizdir. Bu sebeple yapılan atıf ve çalışmamızdaki ifadeler bu hususu Türk hukuku bakımından farklılık yaratmayacak ortak bir zeminde aktarmaktadır. İmtiyazlı paylara ilişkin ileri okuma için örnek mahiyetinde bkz. Richard M. Buxbaum, “Preferred Stock Law and Draftmanship”, **California Law Review**, S: 42, C: 2, 1954, s. 243-309; Cornelli/Yosha, **Stage Financing and Convertible Securities**; William W. Bratton, Michael L. Wachter, “A Theory of Preferred Stock”, **University of Pennsylvania Law Review**, S: 161, 2013, s. 1817-1906; Elçin Karatay, **Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE’lerin (Simple Agreement for Future Equity) Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi**, İstanbul, 2019, s. 20 vd.

⁶⁰⁷ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 147.

⁶⁰⁸ Bu yönde ve ayrıca borç sermaye karmasının anılan kullanım alanı itibariyle “bridge note” olarak anıldığı hakkında bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 152; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 5; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 103.

edilen pay bedelini iskontolu (indirim) olarak alma hakkı, ilk dönem köprü finansmanlarındaki ana para borcunun %20 ile %50'si oranında alım hakkı tanınması şeklindeki uygulamanın girişim sermayesi bakımından gelişmiş ve sadeleşmiş halidir⁶⁰⁹. Köprü finansman için kullanılan borç sermaye karması sözleşmeler de “ertelenmiş” sermaye yatırımları olarak kurgulanmakta, diğer bir deyişle borç niteliğinden ziyade sermaye niteliği öne çıkarılmaktadır. Bu kapsamda normal bir borç sözleşmesinden farklı olarak borcun ödenmemesine ilişkin katı sorumluluk şartlarının öncelik teşkil etmediği, periyodik ödeme veya faiz beklenmediği, aksine borcun tamamen amaca uygun kullanılmasının hedeflendiği belirtilmektedir⁶¹⁰. Zira nihayetinde hedef sözkonusu paranın sermaye olarak kullanılması ve şirketin yüksek bir değerlendirme elde etmesidir. Bu sayede ilgili yatırımcı anapara ve faizden çok daha büyük bir getiri elde edecektir. Buna karşılık, olası bir başarısızlık senaryosuna önlem olarak, bu ihtimalde de yüksek getiriyi sağlamak üzere yüksek bir faiz kararlaştırılmış olması pek işlevsel olmayacaktır. Zira henüz kâr etmeyen ve faaliyetine devam etmek için ayrıca borç alan ancak buna rağmen başarısız olan bir girişim şirketinden kararlaştırılan yüksek faizin tahsil kabiliyeti olmayacaktır. Bu sebeple açıklanan dinamiğin farkında olarak yatırım yapan yatırımcı bakımından, karma nitelikli bu işlemde gerçekten sermaye unsuru ağır basmaktadır.

Şu hâlde borç sermaye karması finansmanın esasen “ertelenmiş sermaye” olarak değerlendirilmesi, tarafların bu işlemi yaparken borç niteliğine ihtiyaç duymasındaki amacın sorgulanmasını gündeme getirmektedir. Yatırımcı işlemin borç niteliği sayesinde, olası bir tasfiye halinde “alacaklı” sıfatı kazanarak öncelikli hale gelmeyi hedeflemektedir. Bu imkân özellikle birden fazla yatırımcı arasından sadece bir kısmının daha fazla “risk” alarak finansman sağlaması halinde, diğer “tasfiye payı imtiyazına” sahip yatırımcılardan daha avantajlı olması amacıyla kullanılmaktadır⁶¹¹.

b. Değişim: Teknolojinin Gelişmesi

Teknoloji hayatın her alanını etkilediği ve birçok sektörü “dönüştürdüğü” gibi girişim sermayesini de “dönüştürmüştür”. Günümüzde teknoloji tabanlı girişim şirketleri çok kısa süre içerisinde çok yüksek değerlemelere ulaşabilmektedir. Esasen

⁶⁰⁹ Coyle/Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, s. 153 ve s. 161.

⁶¹⁰ Coyle/Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, s. 153 vd.

⁶¹¹ Coyle/Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, s. 154. Ayrıca bkz. TK m. 543.

devletlerin girişim sermayesi politikalarına önem vermesinin ana sebeplerinden biri tam olarak teknolojiye güç alan girişim şirketlerinin “kısa sürede” “büyük ölçeklere” ulaşabildiği (scale up) gerçeğidir. Öyle ki, yukarıda açıklandığı üzere, birçok devlet regülasyon çalışmalarında girişim şirketi tanımına yer verirken bu şirketlerin “teknoloji” yönüne vurgu yapmaktadır.

Girişim sermayesinin 2000 yılı civarındaki hali ile bulut bilişim başta olmak üzere birçok teknolojinin geliştirildiği 2008 yılı ve sonrasındaki halini karşılaştırmak teknolojinin girişim sermayesini ne şekilde dönüştürdüğünü görmek açısından faydalı olacaktır. Ofis kirası, bilgisayar, yazılım ve server gibi masrafların bile başlı başına çok büyük tutarlara ulaştığı ve şirketin ortaya koyduğu “fikirin” uygulanabilir olup olmadığının anlaşılabilmesi için bile yaklaşık 3 ile 5 milyon dolar arası yatırım gerektiği bir dönemden; bulut bilişim teknolojisinin geliştirildiği, bu vesileyle yazılım masraflarının ciddi oranda düştüğü, pahalı server’lara ihtiyaç duyulmayan, bulut temelli yazılımlar sayesinde diğer birçok masraf kaleminden kurtulunduğu (örneğin muhasebe, veri saklama, müşteri ilişkileri) bir döneme geçilmiştir. Buna ek olarak açık kaynak yazılımlar sayesinde çoğu girişim şirketi grafik tasarlama, çevrimiçi ödeme alma, çevrimiçi reklam gibi birçok konuyu neredeyse yok denebilecek masraflarla çözebilir hale gelmiştir⁶¹². Bu sayede henüz belirttiğimiz üzere girişim şirketleri daha önceleri gerçek anlamda harekete geçebilmek için 3 ile 5 milyon dolar arası bir yatırıma ihtiyaç duyarken artık çok hızlı bir şekilde faaliyete geçebilmektedir. Ancak teknolojinin girişim şirketlerine sunduğu nimetler sadece başlangıçla (start up) sınırlı olmayıp aynı zamanda yine az masrafla hızlı büyüme ve ölçeklenme (scale up) fırsatlarını da içermektedir. Yüksek hızlı internet teknolojisi girişim şirketlerine akıllı telefon, tablet ve bilgisayarlar aracılığıyla yüksek reklam ve dağıtım ücretlerine katlanmadan piyasaya ulaşma fırsatı sağlamakta ve sosyal medyanın gelişmesi “trend” ve marka yaratımıyla, ürün ve hizmetlerin tüm dünyaya yayılmasını sağlayarak internet teknolojisinin faydalarını katlamaktadır⁶¹³.

Teknolojinin girişim şirketlerine kuruluş ve büyüme açısından yarattığı bu fırsatlar girişim sermayesi yatırımcılarını rekabetçi bir biçimde etkilemiştir. Bu etkiyi

⁶¹² Açıklamalar için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 156; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 815.

⁶¹³ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 156 vd.; Benzer yönde Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 816.

incelerken yine anılan teknolojik gelişmelerin yaşanmasından önceki tarihler ile sonraki tarihleri karşılaştırmak, teknolojinin girişim şirketlerinde yarattığı etkiyle girişim sermayesi arasındaki ilişkinin daha rahat anlaşılmasını sağlayacaktır. 2000 yılında yazılım şirketi kuran bir girişimci 50 bin dolar kendi cebinden, 250 bin dolar tutarında bir yatırımı ise pay karşılığında eş dost (FFF) ve melek yatırımcılardan sağlamış olsun. Bu parayı tüketme riskiyle faaliyete geçerek “fıkrın” uygulanabilir olduğu izlenimine varan ve Seri A yatırımcılarını ikna ederek 6 milyon yatırım öncesi değerlemeye ulaşan (“pre-money”) girişim şirketi 3 ile 5 milyon dolar arası yatırım aldığında yatırımcılara şirketin yaklaşık 1/3’ünü henüz bu aşamada teslim etmiş olacaktır. Ancak şirketin 1/3’ünü teslim etmek pahasına elde edilen bu yatırım girişim şirketinin faaliyetini ciddi anlamda başlatabilmesi ve büyümesi için kullanılacaktır. Buna karşılık bu sefer 2008 yılındaki teknolojik dönüşümün etkilerinin iyice yerleşik hale geldiği daha güncel bir girişimi ele alalım. Henüz tohum yatırım aşamasında 500.000 ile 750.000 dolar arasında bir yatırım olarak 1-2 yıl faaliyet gösterebilecek hale gelen girişim şirketi, bu süreyi seri A yatırım turundan önce çeşitli başarı kriterlerini gerçekleştirme ve büyüme göstermek için kullanabilmektedir. Bu sayede girişim şirketi seri A yatırım turunda daha yüksek bir değerlemeye ulaşacağından, örneğin 9 milyon dolar olsun, bu sefer 3 milyonluk bir yatırım, şirketin 1/4 payına karşılık gelecektir. Dolayısıyla girişimcinin payı daha az seyrelişmiş olacaktır⁶¹⁴.

Girişimci lehine gelişen bu durum tohum yatırımların önemini arttırmaktadır. Girişimcinin faaliyete geçebilmek için maruz kaldığı masrafların azalmasından hareketle artık acele bir tohum yatırıma ihtiyacı yoktur. Bunun yerine kapsamlı ve yüksek tutarlı bir tohum yatırım seri A turunda girişimciyi avantajlı hale getirecektir. Madalyonun diğer yüzünde ise tohum yatırımcıları -özellikle melek yatırımcılar, bazen GSFY ve GSYO’lar- daha yüksek tutarlı yatırım yapmaya başlamakta fakat seri A sonrasındaki seyrelişmeyle birlikte daha az pay alır hale gelmektedir. Bu durum yatırımcıları daha elverişli yatırım yöntemleri aramaya yöneltmiştir.

(1) Borç Sermaye Karması Sözleşmeler

⁶¹⁴ Açıklamalar için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 158; Williams, **VC Contract Design**, s. 127.

Yaptığı yatırıma karşılık yeterli korumayı elde edemeyen melek yatırımcılar için GSYF ve GSYO'ların seri A yatırımlarında kullandığı detaylı imtiyazlar da çözüm olmamıştır. Çoğu melek yatırımcının yatırımlarını hobi olarak yapması ve aşına olmadığı girişim sermayesi terimlerini müzakere etmek zorunda kalması melek yatırımcıları detaylı müzakere gerektiren (imtiyazlı) pay karşılığı yatırımlara alternatif aramaya yöneltmiştir. Nitekim çoğu yatırımcı gerek kendi işleriyle gerekse de geniş portföyleriyle uğraşmaktan bu tarz müzakerelere ayıracak vakit bulamamaktadır. Buna ek olarak taraflar mümkün olduğunca masrafları düşürmeye çalışmaktadır. Gerçekten seri A'ya kıyasla tohum yatırım aşamasında söz konusu olan yatırım tutarı çok daha az olduğu için taraflar masraflarını kısmak istemektedir. Girişimcilerin de yapılacak her masrafı bir sonraki yatırım turunun değerlemesinden kayıp olarak görmesi şeklindeki kaygısı da, melek yatırımcılar bakımından saydığımız gerekçelere eklenince, “görece” masrafsız bir alternatif kaçınılmaz olmuştur⁶¹⁵.

Bulunan alternatif yukarıda ilk olarak “köprü finansman” görünümünde yer verdiğimiz borç sermaye karması sözleşmeler olmuştur. Borç sermaye karması yapı, tarafların ihtiyaçları ve erken aşama -özellikle tohum aşaması- girişim sermayesi yatırımının özellikleri dikkate alınarak yeniden tasarlanmış ve “convertible note” uygulamasına geçilmiştir. Belirtelim ki, bu yapı da zaman içerisinde ihtiyaçlar doğrultusunda “gelişimine” devam etmiş; SAFE, SAFT ve KİSS gibi türlere temel teşkil etmiştir. Bu sözleşme türlerine ilişkin detaylı açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

Şu ana kadar borç sermaye karması sözleşmelerin kökenine ilişkin yaptığımız açıklamalardan bu sözleşme yapısına başvurulmasında asıl olarak melek yatırımcıların ihtiyaçlarının belirleyici olduğu görülmektedir. Ancak bu sözleşme yapısının sağladığı faydalar, günümüzde tohum ve seri A yatırımı yapan GSYF ve GSYO'ların da bazı yatırımlarında borç sermaye karması finansmana yönelmesine sebep olmuştur⁶¹⁶.

(2) Pay Karşılığı Yatırımlarda Sadeleşme

⁶¹⁵ Açıklamalar için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 159 vd.

⁶¹⁶ Örneğin “Girişimlere standart bir “paya dönüştürülebilir borç finansman karması sözleşmesi” (FİKS) ile hızlı finansman” sağlayacağını belirten bir GSYF için bkz. (Çevrimiçi), <http://tbv.org.tr/etki-yatirim-fonu-founder-one-kuruldu/>, SET 17.11.2022.

Borç sermaye karması sözleşmelerin girişim sermayesi yatırımlarında sıklıkla kullanılır hale gelmesi ancak “sadelik” motivasyonu ile yola çıkılmış olmasına rağmen işlemlerin karmaşık bir yapıya evrilmesi “diyalektik” bir süreçle pay karşılığı yapılan sermaye yatırımlarını etkilemiştir. Birçok hukuk bürosu inceleme (due diligence), evrak işleri ve müzakere süreçlerini mümkün olduğunca azaltarak daha az masraflı ve sadeleştirilmiş sözleşmeler tasarlamıştır⁶¹⁷. Bu kapsamda seri A yatırımlarında halen önem taşımakla birlikte, tohum aşaması yatırımlar bakımından, kâr payı (temettü) imtiyazı, seyrelemeye karşı koruma, birlikte satış opsiyonu, çok detaylı beyan ve tekeffüller listesi gibi içeriklerden ziyade rüçhan hakkı imtiyazı, yönetim kurulu üyesi seçme imtiyazı, tasfiye payı imtiyazı, zaruri görülen veto hakları ve milletlerarası hukukta “most favoured nation” olarak anılan ve borç sermaye karması sözleşmelerde görüldüğü gibi bu aşamada talep edilmeyen ancak bir sonraki yatırım turunda diğer yatırımcılara tanınan hakları talep etme hakkı gibi taleplere yoğunlaşmaktadır⁶¹⁸. Bununla birlikte, “değerleme” için müzakerelere ihtiyaç devam etmektedir⁶¹⁹. Yine girişim şirketi için “kilit” önem taşıyan girişimci ve (çalışan pay edindirme uygulaması varsa) üst düzey yöneticilerin yatırım sonrasında bir süre daha çalışmasını temin edebilmek adına, örneğin 4 sene içerisinde görevinden ayrılması halinde, sahip olduğu payların bir kısmını kaybedeceği şeklinde sözleşme hükümleri talep edilebilmektedir⁶²⁰.

Toparlayacak olursak erken aşama yatırımlar için yatırımcıların elinde iki seçenek bulunmaktadır. Borç sermaye karması sözleşmeler kendine has birçok avantajı bulunan ve yaygın olarak kullanılan bir yöntem iken, pay karşılığı yapılan yatırımlar da evrildiği sade ve daha az masraflı hali itibarıyla yatırımcıların tercih edebileceği bir alternatiftir. Çok yüksek tutarda yatırım yapan ya da “cebimden çıkan para net olsun” veya “pay almadan yatırım yapmam” gibi tercihleri olan yatırımcılar,

⁶¹⁷ Örnekler ve detaylı açıklama için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 171; J. Brad Bernthal, “The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology”, **BYU Law Review**, C: 2018, S: 4, 2019, s. 773- 858, s. 801; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 11.

⁶¹⁸ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 172; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 801 vd.

⁶¹⁹ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 801.

⁶²⁰ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 803.

özellikle çevresinde paylarını kolaylıkla devredebileceği başka yatırımcılar bulunuyorsa, pay karşılığı yatırımları tercih etmektedir⁶²¹.

2. Borç Sermaye Karması Sözleşme (“Convertible Note”)

a. Tanım ve Karma Nitelik

Borç sermaye karması sözleşme (“convertible note”), paya dönüşebilen bir borç olup paya dönüşmeden önce şirketin tasfiye olması halinde yatırımcısına “alacaklı” sıfatı kazandırarak tasfiye sırasında yatırımcısını pay sahiplerinin önüne geçiren ve “belirli bir tarihten” önce paya dönüştürme şartları gerçekleşmezse ana paranın faiziyle birlikte geri ödenmesini gerektiren; buna karşılık paya dönüştüğünde ise olası bir “çıkış” halinde sahibine pay sahibi sıfatıyla elde edeceği tüm menfaatleri sağlayan “karma” nitelikli bir sözleşme türüdür⁶²². Belirli bir tarihte ana paranın faiziyle birlikte geri ödenmesi taahhüdü işleme “borçlandırıcı” nitelik kazandırmaktayken tarafların öncelikli arzusunun borcun ödenmesinden ziyade pay elde etmek olması ise işleme “dönüştürme” tarihine kadar ertelenmiş “sermaye yatırımı” niteliği kazandırmaktadır⁶²³. Gerçekten girişim şirketlerinin henüz kâr eden işletmeler olmaması, taraflar arasında saf bir borç ilişkisindeki düzenli veya toplu ana para ve faiz geri ödemesinden ziyade ilgili fonun faaliyete devam etmek için kullanılarak yeni yatırım alınması ve bu suretle borç sermaye karması sözleşme yatırımcısına pay verilmesi iradesini öne çıkarmaktadır. Nitekim detaylı bir beyan ve tekeffüller bahsine yer verilmemesi ve diğer hükümlerin detaylı müzakere edilmeksizin bir sonraki yatırım turundaki şartlara atıf yapılması işlemin “ertelenmiş” bir sermaye yatırımı olarak değerlendirilmesini desteklemektedir.

b. Unsurları ve İçeriği

Borç sermaye karması sözleşme (“convertible note”) bir tarafın yatırım yapmak için belirli bir para borcu yüklendiği ve bunun karşılığında “belirli bir tarihe” kadar yatırım alındığı takdirde borcun paya dönüştürülmesinin, aksi takdirde

⁶²¹ Coyle/Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, s. 173; Giudici/Agstner, *Startups*, s. 613.

⁶²² Coyle/Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, s. 151. Ayrıca “convertible promissory note”, “convertible loan”, “convertible debt”, “commercial bridge loan” gibi terimlerin kullanıldığı da görülmektedir.

⁶²³ Coyle/Green, *Contractual Innovation in Venture Capital*, s. 153; Williams, *VC Contract Design*, s. 138; Lasicki, *Early Stage Financing Methods*, s. 5 vd.

borcun o tarihte faiziyle birlikte geri ödenmesinin kararlaştırıldığı bir sözleşmedir. Kanaatimizce bu sözleşme özelinde para borcuna ek olarak “faiz” borcu ve uygulamada vade olarak isimlendirilen ancak açıklayacağımız sebeplerle hukuken vade olmayan “belirli tarihin” de unsur olarak kabul edilmesi gerekmektedir⁶²⁴; zira bu iki unsur borç sermaye karması sözleşme (“convertible note”) ile diğer sözleşmelerin, örneğin SAFE sözleşmesinin, ayırt edilmesi için kullanılmaktadır⁶²⁵. Şu hâlde, “para borcu”, “geri ödemedede faiz”, “para borcunun paya dönüştürülebilmesi” ve “belirli tarih” borç sermaye karması sözleşmenin unsurlarını teşkil etmektedir.

Burada “belirli tarih” ifadesiyle işaret ettiğimiz unsur uygulamada “vade” olarak anılmaktadır. Ancak burada esasen hukuken “en geç belirlenen tarihe kadar yatırım alınması” şeklinde bir şart bulunmaktadır. O tarihe kadar yatırım alınması olgusunun gerçekleşip gerçekleşmeyeceği kesin olmadığından vadeden değil, şarttan bahsetmek gerekir. Bu şart ise adeta bir madalyon gibi çift yüzlüdür. Sözleşmenin akdedildiği tarihten başlayacak şekilde belirlenen tarihe kadar faiz işlediğinden para borcunun hemen doğduğu sonucuna ulaşılabilir. Bu ise belirlenen tarihin, para borcu bakımından “bozucu şart” teşkil ettiği kabulünü gerektirir. Zira bu şart gerçekleştiğinde artık para borcu yerini pay verme borcuna bırakır. İşte bu yönü itibariyle, pay verme borcu için “geciktirici şart” gerçekleşmiş olur.

Borç sermaye karması sözleşmelerde paya dönüşüm için hemen hemen her zaman kullanılan iki hüküm yer almaktadır. Bunlardan ilki “iskonto” (“discount”), ikincisi ise “dönüşümde değerlendirme sınırı”dır (“conversion price cap”). Buna göre bir sonraki yatırım turunda yatırım sonrası değerlendirme (“post money”) uyarınca örneğin pay bedeli beheri 1 dolar olarak işlem görecektir ise iskonto hükümleri kapsamında borç sermaye karması sözleşme yatırımcısı %20 iskonto (genellikle %20 oran tercih edilmektedir) ile payları beheri 0,80 dolara elde etme hakkına sahip olmaktadır.

Bir sonraki yatırımcıya kıyasla düşük bir bedelle pay alabilmek, borç sermaye karması sözleşme yatırımcısının lehine bir durumdur. Burada adeta diğer yatırımcılardan daha erken davranması sebebiyle yatırımcı “ödüllendirilmektedir”.

⁶²⁴ Aynı yönde belirli tarihin bu sözleşme türü için karakteristik özellik taşıdığı hakkında bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, dn. 146.

⁶²⁵ Joseph M. Green, John F. Coyle, “Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE”, **Virginia Law Review Online**, S: 168, 2016, s. 168-182, s. 171.

Öte yandan bazı durumlarda borç sermaye karması sözleşme yatırımcısının iskontoyla önlenemeyen mağduriyeti söz konusu olabilir⁶²⁶. Şöyle ki, günümüzde girişim şirketlerinin “çok yüksek” değerlemelere ulaşabildiği görülmektedir. Değerlemenin belirli bir seviyeden daha yüksek olması halinde, -iskonto uygulansa dahi- paya dönüştürülecek borç karşılığında talep edilebilecek olan payın oranı ve dolayısıyla toplam getiri çok düşük olabilir. Öyle ki, böyle bir durumda yatırımcı ilk başta aynı parayla borç sermaye karması sözleşme yerine pay karşılığı yatırım yapmış olsaydı elde edeceğinden çok daha düşük bir pay oranı ve toplam getiri ile karşılaşabilmektedir. Böyle bir mağduriyetin önüne geçmek amacıyla sözleşmede iskonto oranına ek olarak dönüşümde değerlendirme sınırı (“conversion price cap”) öngörülmektedir. Buna göre yapılan değerlendirme kararlaştırılan sınırın altında kalırsa pay bedeli iskonto yapılarak hesaplanacak ancak sınırın üzerine çıkarsa değerlendirme olarak bu sınır esas alınacaktır⁶²⁷. Bu durumda esasen kararlaştırılan iskontodan çok daha yüksek bir indirim söz konusu olmaktadır.

Tüm bunlara ek olarak dönüştürmede değerlendirme sınırının ilk bakışta görülmeyen ancak çok etkili bir sonucu daha bulunmaktadır. Normalde tasfiye payı imtiyazı (bu bakımdan belirtelim ki her ne kadar sona erme söz konusu olmasa da uygulamada halka arz, birleşme devralma, satış gibi çıkış halleri de tasfiye - liquidation- kabul edilmektedir) bulunan bir yatırımcı esasen öncelikle koyduğu sermayeyi geri almayı hedeflemektedir. Buna karşılık dönüşümde değerlendirme sınırı uyarınca dönüşüm gerçekleştiren yatırımcı, koymuş olduğu sermayeden çok daha yüksek bir meblağ üzerinde tasfiye imtiyazı elde etmiş olmaktadır. Bu soruna çözüm olarak, yatırımcıya koyduğu sermayeye tekabül edecek tutarda tasfiye imtiyazı içeren pay, kalan miktar için ise adi pay verilmesi önerilmektedir⁶²⁸. Kanaatimizce bu öneriyi hayata geçirebilmek, borç sermaye karması sözleşmenin temel varlık amacının aksine masraflı ve daha fazla çalışma gerektiren bir çaba olacaktır.

C. Avantaj ve Dezavantajları

⁶²⁶ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 164; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 7; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 104.

⁶²⁷ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 164; Williams, **VC Contract Design**, s. 139 vd.; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 7.

⁶²⁸ Açıklamalar ve çözüm önerisi için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, dn. 153.

Borç sermaye karması sözleşme yatırımcısı, (i) girişim şirketinin başarısız olduğu ve yatırım alamadığı bir senaryoda sahip olduğu “alacaklı” sıfatı (anapara ve faiz) sayesinde olası bir tasfiye halinde pay sahiplerine göre avantajlı (TK m. 543) bir durumda olduğu gibi (ii) aynı zamanda girişim şirketinin başarılı olduğu ve yatırım aldığı bir senaryoda hem sonraki yatırımcılarla aynı hak ve imtiyazlarla pay sahibi olabilmekte, (iii) hem onlara kıyasla payları iskontolu bir şekilde iktisap etmekte (iv) hem de müzakerelerin sebep olacağı zaman ve masraflardan kurtulmaktadır⁶²⁹. Bu sayede yatırımcı detaylara boğulmadan, hızlı bir şekilde ve az masrafla kendisini koruyabilmekte ve korumanın ötesinde avantaj elde ederek yatırım yapabilmektedir. Bu durumda yukarıda yatırım süreci başlığında yer verdiğimiz müzakere sürecini belirleyen anlaşmalar veya inceleme (“due diligence”) de normal bir yatırım sürecine kıyasla daha az kapsamlı olarak yapılabilir hâle geldiğinden, bu işlemler bakımından ayrıca zaman ve masraf tasarrufu gündeme gelmektedir.

Girişim şirketi ve girişimci açısından da avantajlar bulunmaktadır. Öncelikle girişim şirketi pay ihracı ve dolayısıyla sermaye artırımından kaynaklanan büyük bir masraftan kurtulmaktadır. Buna ek olarak “değerleme” pazarlıklarının ertelenmesi hem yatırım sürecini hızlandırmakta hem de girişimciye pay oranı bakımından daha az seyrelme fırsatı yaratabilmektedir⁶³⁰. Son olarak eş dost (FFF) veya melek yatırımcıyla aradaki “samimi ilişkiye” uygun düşmeyen “sert” pazarlıklar yapmaktansa “bir sonraki yatırımcıyla aynı hakları indirimli bir biçimde” taahhüt etmek daha kolay ve ikna edici olabilmektedir⁶³¹.

Borç sermaye karması sözleşmelerin bütün bu avantajlarının yanında birtakım dezavantajları bulunmaktadır. İlk olarak yatırımcı pay sahibi sıfatı kazanmadığı için girişimciyi ancak “sözleşmesel” temelde kararlaştırılan haklarla sınırlı biçimde kontrol etmeye çalışacaktır. Şirketin belirlenen tarihe kadar yatırım alamaması

⁶²⁹ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 161 vd.; Williams, **VC Contract Design**, s. 136; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 804; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 6; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 103 vd.

⁶³⁰ Yatırım öncesi değerlendirme (pre-money valuation) girişim sermayesi yatırımı için en önemli sözleşme hükümlerinden birini teşkil etmektedir. Bu hüküm sayesinde yatırım yapılacak tutar, yatırım sonrası ulaşılan değer ve buna bağlı olarak pay oranı ile pay bedeli belli olacaktır. Bu yöndeki açıklamalar için bkz. Williams, **VC Contract Design**, s. 125 vd.

⁶³¹ Açıklamalar için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 162.

halinde ise faiz işleyen borcun, o tarihte muhtemelen yeterli malvarlığı bulunmayan girişim şirketi tarafından ödenebilmesi çok zor olacağından ek süreye ihtiyaç duyulacaktır. Bu durum yatırımcıların girişim şirketine süre vermek karşılığında kendi lehine çok daha kuvvetli hükümler talep etmesiyle girişimci aleyhine sonuçlanmaktadır⁶³².

Sonuç olarak, borç sermaye karması sözleşme, girişim şirketi başarılı olduğu takdirde yatırımcının ihtiyaç duyduğu korumanın ötesinde avantajları daha az maliyetle elde etmesini sağlayan bir sözleşmedir. Bununla birlikte, borç sermaye karması sözleşmeye borç niteliği veren bazı hususların girişim sermayesi uygulamasında zaman içerisinde sorun yarattığı dile getirilmiş ve SAFE gibi alternatif sözleşmeler üretilmiştir.

d. Hukuki Altyapı

Buraya kadar uygulamadaki ismiyle “convertible note” olarak andığımız borç sermaye karması sözleşme Türk hukukunda GSYF Tebliği⁶³³ ve GSYO Tebliği’nde⁶³⁴ “borç ve sermaye finansmanı karması” olarak anılmıştır. Hemen belirtelim ki, belirtilen tebliğlerde borç sermaye karmasının ne olduğunu düzenleyen bir hüküm yer almamaktadır. Esasen sadece bu tebliğlerde değil, genel olarak Türk hukukunda bu konuda düzenleyici herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Dolayısıyla “sözleşme serbestisi” kapsamında akdedilen bu sözleşmeye ilişkin hukuki altyapıya genel hükümler uygulanacaktır.

⁶³² Açıklamalar için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 162 vd.; Williams, **VC Contract Design**, s. 138; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 8 vd.; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 104.

⁶³³ GSYF Tebliği m. 18/3-(f) hükmünde GSYF’lerin girişim sermayesi yatırımı olarak “payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman niteliğinde finansman” sağlayabileceği öngörülmüş ve aynı fıkrafta “bu durumda finansmanın sağlanmasından önce, fon ve girişim şirketi arasında asgari olarak bu finansman türüne uygun vade ve faiz koşullarını içeren bir sözleşmenin akdedilmesi zorunlu” kılınmıştır. Ayrıca yabancı GSYF’lerden alınacak döviz cinsinden borç sermaye karması yatırım için bkz. 02.05.2018 tarihli Merkez Bankası Sermaye Hareketleri Genelgesi m. 6/12.

⁶³⁴ GSYO Tebliği m. 21/3-(f) hükmünde GSYO’ların girişim sermayesi yatırımı olarak “girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman” sağlayabileceği belirtilmiştir. Takiben GSYO Tebliği m. 23/4 hükmünde “borç ve sermaye finansmanının karması olan finansmana ilişkin koşullar ile tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen bir sözleşme düzenlenmesi zorunlu” olduğu belirtilmiştir. Son olarak ek dipnotta portföy sınırlamasına ilişkin tabloda borç sermaye karmasına yer verilmiştir.

Şirketler, esas sermaye ve yedek akçelerinin faaliyetlerini sürdürmeye yetmemesi halinde, oluşan dış kaynak finansman ihtiyacını karşılamak için “borç” almayı tercih edebilir. Bu durumda şirket (i) ticari ödünç olarak üçüncü kişilerle tüketim ödünç sözleşmesi (karz) veya (ii) kredi kuruluşlarıyla kredi sözleşmesi yapabilir ya da (iii) menkul kıymet niteliğinde olan tahvil ve diğer borçlanma araçlarını ihraç edebilir⁶³⁵. Tahvil ve diğer borçlanma senetleri nitelik itibarıyla birer menkul kıymettir. Menkul kıymet olarak tahvil ve diğer borçlanma senetleri, birincil ve ikincil piyasalarda işlem görmeleri için ihraç edilen ve dolayısıyla tedavül yeteneğine sahip olan, “tertipler” halinde düzenlenen “misli” eşya ve kıymetli evrak niteliğindeki sermaye piyasası araçlarıdır⁶³⁶. Şirket borçlanarak karşı tarafa tanıdığı “alacak hakkının” menkul kıymetleştirilmesini tercih etmek veya etmemek konusunda tamamen özgürdür. Dolayısıyla şirket borçlanma aracı ihraç etmek yerine tüketim ödünç sözleşmesiyle de borç alabilir.

Bu noktada -genellikle borçlanma aracı olarak değerlendirilse de- borç sermaye karmasının, tıpkı tahvil ihraç etmeksizin tüketim ödünç sözleşmesiyle borçlanılabilmesi gibi tamamen borçlar hukuku zemininde yapılması mümkündür. Nitekim Amerikan uygulamasından farklı olarak Türk uygulamasında bu yola çok daha sık başvurulmaktadır. Gerçekten, piyasada işlem görmek üzere düzenlenmeyen, misli nitelikte olmayan ve tedavül yeteneğinden yoksun şekilde düzenlenen bir borç sermaye karması sözleşmenin menkul kıymet ve dolayısıyla “borçlanma aracı” olmayacağı kanaatindeyiz. Bu yönü itibarıyla, kanaatimiz çalışanlara pay alım hakkı tanınmasına ilişkin açıklamalarımızla paralel niteliktedir. Nasıl ki, çalışanlara tanınan pay alım hakkı (opsiyonu) da VİOP’ta işlem gören türev araç niteliğindeki alım opsiyonu veya ortaklık varantından benzer sebeplerle ayrılmakta ve sermaye piyasası mevzuatının kapsamı dışında kalmaktadır; aynı gerekçelerle borç sermaye karması

⁶³⁵ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar II**, n. 1270.

⁶³⁶ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, 22. bs., Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2018, s. 46 vd.; Karatay, **SAFE**, s. 84. Nitekim mülga SerPK m. 3/1-(b) uyarınca menkul kıymet “Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan, ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır.” Bu tanım, bizim de benimsediğimiz tanımla örtüşmektedir.

sözleşme de düzenleniş itibarıyla sermaye piyasası mevzuatı kapsamı dışında kalabilir⁶³⁷.

Bu noktada, Amerikan hukukçularıyla yaptığımız görüşmelerde, Amerikan hukukunda sermaye piyasası aracı değerlendirmesi yapılırken Howey testinin esas alındığı; bu kapsamda para karşılığı yatırım, işletme faaliyeti, kâr beklentisi ve başkalarının çabasına dayanma şartlarına bakıldığı; sermaye piyasası aracı değerlendirmesinde ilgili ürünün devredilebilir olup olmadığının belirleyici bir kriter olmadığı ifade edilmiştir⁶³⁸. Bu hususa Amerikan hukuku bakımından şerh düşmekle birlikte, kanaatimizce, en azından Türk hukuku bakımından, devredilemeyen ve piyasalarda işlem göremeyecek şekilde tasarlanan bir borç sermaye karması sözleşmenin sermaye piyasası aracı veya menkul kıymet olarak nitelenmesi mümkün değildir.

Sonuç olarak borç sermaye karması sözleşmeler, menkul kıymet niteliği arz ettiği takdirde sermaye piyasası hükümlerine tabi olmalı; menkul kıymet niteliği arz etmediği takdirde ise -sermaye piyasası mevzuatına tabi olmayan- sözleşme serbestisinden yararlanan karma bir borçlar hukuku sözleşmesi olarak kabul görmelidir.

(1) Borçlar Hukuku Sözleşmesi

Sözleşme serbestisi kapsamında yukarıda açıkladığımız özellikleri taşıyan ve menkul kıymet niteliği arz etmeyen bir borç sermaye karması sözleşme akdedilmesi mümkündür⁶³⁹. Bir adım ileri giderek, borç sermaye karması sözleşmeyi tarif ederken sayılan özelliklerden tamamen veya kısmen ayrılan sözleşmelerin de akdedilmesi mümkündür. Ancak yine yukarıda açıkladığımız üzere, girişim sermayesi yatırımları için bir “standart” haline gelen bu içeriğin, istisnai haller haricinde değiştirilmesi uygulamada düşük bir ihtimaldir. Yanlış anlaşılmaya yer vermemek adına belirtelim ki, sözleşmenin kendisi hali hazırda aşağıda açıklanacak SAFE ve KİSS gibi alternatif modellere evrilmiştir. İçeriğin değişmeyeceğine ilişkin

⁶³⁷ Aynı yönde bkz. (Çevrimiçi), <https://www.thebasilelawfirm.com/post/is-a-convertible-note-a-security-probably-not#:~:text=In%20Reves%2C%20the%20court%20concluded,Ct.>, SET 21.11.2022.

⁶³⁸ Çalışmamızda eserlerine sıklıkla atıf yaptığımız John Coyle ile yapılan 05.12.2022 tarihli telefon görüşmesi.

⁶³⁹ Örnek bir özel durum açıklaması için bkz. (Çevrimiçi), <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/970959>, SET 20.11.2022.

ifadeyle vurgulanan, uygulamada borç sermaye karması sözleşmenin kendi dinamikleri ve hükümlerinin - tarafların özel ihtiyacı ve müzakere güçleri⁶⁴⁰ haricinde- büyük oranda aynı kurguya sahip olmasıdır⁶⁴¹.

Dönüşüm için kararlaştırılan “belirli tarihe kadar belirlenen nitelikte yatırım turuna çıkılması” şartının gerçekleşmesi halinde yatırımcı tarafından verilen borç sermayeye dönüştürülecektir. Bunun anlamı yatırımcının daha önce vermiş olduğu borç karşılığında sözleşmede kararlaştırılan iskonto ve dönüştürmede değerlendirme sınırı hükümleri de dikkate alınarak “pay sahibi” yapılacaktır; borcun ise şirket nezdinde sermaye olarak işlem görecektir olmasıdır.

Uygulamada bu dönüşüm genellikle, sözleşme konusu borcun yatırımcı için bir “alacak hakkı” teşkil etmesinden hareketle, bu alacağın sermaye olarak taahhüt edildiği sermaye artırımla yapılmaktadır. Aynı sermaye niteliğinde malvarlığı unsuru teşkil eden alacak hakkının sermaye olarak taahhüt edilmesi halinde TK m. 343 uyarınca şirket merkezinin bulunacağı/bulunduğu yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilmektedir. “Sermaye olarak konulan alacakların gerçekliğinin, geçerliliğinin ve 342 nci maddeye uygunluğunun belirlendiği, tahsil edilebilirlikleri ile tam değerleri” tatmin edici gerekçelerle ve hesap verme ilkesinin icaplarına göre açıklanır (TK m. 343).

Buna karşılık 27.09.2013 tarihli Ticaret Bakanlığı Genelgesi kapsamında üçüncü kişi alacakları için mahkemeden atanacak bilirkişi tarafından değerlendirme yapılması gerekmekte iken mevcut pay sahipleri tarafından taahhüt edilen alacak haklarının varlığının, tahsil edilebilirliğinin ve değerinin tespiti için yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir raporunun yeterli olacağı düzenlenmiştir⁶⁴². Takiben 02.01.2014 tarihli Genelge ile yeminli mali müşavir veya

⁶⁴⁰ Müzakere gücünün sözleşmeye etkisi hakkında detaylı bir çalışma için bkz. Williams, **Venture Capital Contract Design**

⁶⁴¹ Tarafların kendi ihtiyaçlarına göre kurguladığı bir borç sermaye karması finansman sözleşmesi olarak ““Verilen bu borca geri ödeme gününe kadar yıllık TL mevduat faiz oranı ("Faiz Oranı") üzerinden faiz işletilecek olup, vade tarihinden önce KolayBi tarafından yeni yatırım alınması halinde Şirketimiz belli bir iskonto üzerinden ve verilen borç tutarı ile tahakkuk edecek faiz tutarı toplamı karşılığı yeni pay edinme hakkına, KolayBi tarafından yeni yatırım alınmaması halinde ise verilen borç tutarı ile tahakkuk edecek faiz tutarı toplamı karşılığı yeni pay edinme hakkına sahip olacaktır.” özel durum açıklaması için bkz. Çevrimiçi), <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/970959>, SET 20.11.2022.

⁶⁴² (Çevrimiçi), https://www.ito.org.tr/documents/Ticaret-Sicil/mevzuat/genelgeler-gorusler/ayni_alacak.pdf, SET 19.11.2022.

serbest muhasebeci mali müşavir raporuyla tespit edilen alacakların sermaye olarak kabul edilebilmesi için “*bu alacağın yalnızca şirkete nakit olarak verilen borçtan kaynaklanması ve ibraz edilen raporda da bu alacağın nakdi borçlanmadan kaynaklandığının açıkça belirtilmesi*”, aksi takdirde mahkeme tarafından atanacak bir bilirkişi tarafından rapor alınması gerektiği belirtilmiştir⁶⁴³. Hal böyle olunca uygulamada, mevcut pay sahibi olmayan bir yatırımcıyla imzalanan borç sermaye karması sözleşmenin sermaye artırımı yoluyla paya dönüştürülmesi “mahkeme tarafından bilirkişi atanması” gerekliliği sebebiyle operasyonel ve mali anlamda zorluk yaratmaktadır.

Anılan soruna ilk çözüm olarak, sözleşmenin akdedilmesiyle birlikte yatırımcıya “bir adet” pay verilmesi ve ona planlanan olası sermaye artırımından önce “pay sahibi” sıfatının kazandırılması önerilmektedir⁶⁴⁴. Bu sayede sözleşmede kararlaştırılan şartın gerçekleşmesinden sonra, borcun paya dönüştürülmesi alacağın sermaye olarak taahhüt edilmesi suretiyle yapılacak ise yatırımcı pay sahibi sıfatını haiz olacağı için mahkeme tarafından bilirkişi atanmasına gerek kalmayacaktır. Yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir tarafından hazırlanacak gerekli nitelikleri haiz bir raporla çok daha hızlı ve basit bir şekilde süreç tamamlanabilecektir. Öte yandan bu yöntemin aynı sermayeye ilişkin hükümlerin dolandırılması şeklinde yorumlanma tehlikesi bulunmaktadır.

Borç sermaye karması sözleşmeden doğan borcun paya dönüştürülmesi sermaye artırımı yerine pay devri yoluyla da gerçekleştirilebilir. Girişim şirketinin mevcut pay sahipleri, sözleşmede kararlaştırıldığı şekilde, kendi paylarını yatırımcıya devredebilir. Belirtelim ki, bu uygulama kanaatimizce sermaye artırımını gerektiren “belirlenen niteliklere sahip bir sonraki yatırım turunun” gerçekleştirilmesi şartıyla tam olarak örtüşmez. Ancak tercih edilmesinin önünde bir

⁶⁴³ (Çevrimiçi), https://www.ito.org.tr/documents/Ticaret-Sicil/mevzuat/genelgeler-gorusler/ayni_sermaye.pdf, SET 19.11.2022.

⁶⁴⁴ (Çevrimiçi), <https://medium.com/@melih.a/giri%C5%9Fim-sermayesi-hukuku-104-paya-d%C3%B6n%C3%BCr%C5%9F%C3%BCr%C3%BClebilir-bor%C3%A7-y%C3%B6ntemi-ile-yat%C4%B1r%C4%B1m-ve-y%C3%BCksek-8ff067b495c>, SET 21.11.2022; Karatay, **SAFE**, s. 91. Bir adet pay verilmesinden sonra ilgili borcun verilmesi ve şirketin takdirinde olmak üzere borcun faiziyle geri ödeme veya sermaye artırımına konu olacağı şeklinde bir anlaşma ile “sermaye avansı” uygulamasının da mümkün olduğu hakkında bkz. **a.e.**, s. 91 vd.; Sermaye avansı hakkında genel olarak bkz. Tolga Ayoğlu, “Sermaye Avansı Kavramı Üzerine Düşünceler”, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan**, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 29-59; Ayrıca bir adet pay verme yöntemiyle olası bağlam sınırlamalarının da önüne geçilebileceği hakkında bkz. Karatay, **a.g.e.**, s. 93.

engel yoktur⁶⁴⁵. Payların devredilmesini temin etmek amacıyla uygulamada pay senetlerinin güvenilir üçüncü kişiye bir sözleşme çerçevesinde teslim edilmesi ve sözleşmede kararlaştırılan şartlar gerçekleşmedikçe payların iade edilmeden saklanması çözümüne başvurulmaktadır⁶⁴⁶. Bu çözüm “escrow sözleşmesi” olarak anılmaktadır. Borcun paya dönüştürülmesi bakımından burada açıkladığımız pay devri yöntemine başvurulması ve borç sermaye karması sözleşmenin şirket tarafından imzalanmış olması ihtimalinde ilişkinin üç taraflı olacağı gözden kaçırılmamalıdır. Bu durumda olası kötüye kullanımların önüne geçilmesi için, pay sahiplerinin borcun paya dönüştürülmesi amacıyla paylarını yatırımcıya devretmesi karşılığında yatırımcının şirkete verdiği borca ilişkin ibra beyanında bulunması gerekmektedir; zira şirketin borcu pay sahibinin payını devretmesiyle kendiliğinden sona ermemektedir.

Nihayet her iki yöntem de borçlar hukuku temelinde olduğu için yatırımcıya korporatif nitelikte bir hak vermez. Diğer bir deyişle, borç sermaye karması sözleşmede kararlaştırıldığı şekilde pay sahibine pay verilmezse pay sahibi sadece tazminat talep edebilecektir. Bu bağlamda tazminat talebine konu zararın hesabında zorluk yaşanacak olması sebebiyle cezai şart öngörülmesi hem tazminat talebinin hesabını kolaylaştırması hem de caydırıcı nitelikte olması sebebiyle yerinde olacaktır⁶⁴⁷.

Bununla birlikte, kanaatimizce cezai şart öngörülmesi dahi, girişim sermayesi yatırımları bakımından bir ihlalle karşılaşılması çok düşük bir olasılıktır. İlk olarak girişim şirketi böyle bir “hata” yaptığı takdirde, bir daha hiçbir yatırımcıdan yatırım alamayacaktır. İkinci olarak borç sermaye karması sözleşme uyarınca pay sahibi ana para ve faizden oluşan alacağının iadesini talep edebilecek durumdadır. Girişim şirketinin istisnai derecede başarılı bir mali yapısı olmadığı müddetçe, yatırımcının girişim şirketini “iflas ettirme” ihtimali bulunmaktadır. Bu iki ihtimalin de farkında olan girişim şirketlerinin -kuruluş amacı itibarıyla kötü niyetli olmadığı müddetçe- sözleşmeye aykırı davranması makul olmayacaktır.

⁶⁴⁵ Bu konuda ayrıca pay devri ve sermaye artırımı artırımı yollarının karşılaştırılması bakımından çalışan pay edindirme uygulamalarına ilişkin yaptığımız açıklamalara bakılabilir.

⁶⁴⁶ İsmail Kırca, “Escrow Sözleşmesi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 19, S: 1, 1997, s. 45-61; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 205 vd.; Karatay, **SAFE**, s. 90.

⁶⁴⁷ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 440 vd.; Karatay, **SAFE**, s. 89.

(2) Paya Dönüştürülebilir Tahvil ve Şarta Bağlı Sermaye Artırımı

Borç sermaye karması sözleşmenin borçlar hukuku sözleşmesi temelinde kalması halinde, şarta bağlı sermaye artırımında görüldüğü şekliyle bir “dönüştürme” söz konusu değildir. Çalışan pay edindirme uygulamaları bakımından detaylıca açıkladığımız üzere şarta bağlı sermaye artırımına konu olabilecek alacaklar, ya “tahvil ve benzeri borçlanma aracı” ya da çalışanlara tanınan “çıplak alım opsiyonu”dur (TK m. 463/1). Bu kapsamda “değiştirme” hakkı içeren tahviller, sermaye piyasası mevzuatında değiştirilebilir tahvil ve paya dönüştürülebilir tahvil olarak düzenlenmiştir. Değiştirilebilir tahvil, *“ihraççı tarafından çıkarılan ve payları borsalarda işlem gören diğer ortaklıklara ait paylarla değiştirme hakkı veren borçlanma aracını”* [Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/1-(d)] ifade etmekte iken paya dönüştürülebilir tahvil *“ihraççı ortaklığın sermaye artırımı suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracını”* [Borçlanma Araçları Tebliği m. 3/1-(l)] ifade etmektedir. Dolayısıyla borç sermaye karması sözleşme başlığı altında incelenebilecek olan tahvil türü yatırım yapılan şirketin payını elde etme imkânı veren paya dönüştürülebilir tahvildir. Hemen yukarıda ifade ettiğimiz üzere, borç sermaye karması sözleşme menkul kıymet niteliği taşıması halinde borçlanma aracı teşkil edecektir. Borç sermaye karması sözleşmenin borçlanma aracı olduğu hallerde, artık şartları bulunduğu (örneğin 365 günden az vade) ve yukarıda bahsettiğimiz genel içeriğe sahip olduğu ölçüde paya dönüştürülebilir tahvil niteliği söz konusudur.

Paya dönüştürülebilir tahvil, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında Borçlanma Araçları Tebliği uyarınca ihraç edilecek olan ve Satış Tebliği uyarınca satılacak olan bir sermaye piyasası aracıdır. Paya dönüştürülebilir tahviller halka arz edilerek ihraç edilebileceği gibi, halka arz edilmeksizin nitelikli yatırımcıya veya tahsisli olarak satılabilir (Borçlanma Araçları Tebliği m. 4/1). Halka arz edilerek yapılacak ihraçlarda “izahname” düzenlenmesi ve SPK tarafından izahnamenin onaylanması gerekirken; halka arz edilmeksizin ihraçlarda “ihraç belgesi” düzenlenmesi (farklı zamanlarda satış varsa ayrıca tertip belgesi) ve SPK tarafından

bu belgenin onaylanması gerekmektedir. Çalışmamız kapsamında gündeme gelecek olan ihraç belgesinin onaylanması için gerekli belgeler Borçlanma Araçları Tebliği Ek-2 tablosunda düzenlenmiştir⁶⁴⁸. Bu belgeler arasında SPK'nun belirlediği niteliklerde finansal tablolar, mali müşavir raporu, değiştirme/dönüştürme oranı raporu gibi belgeler bulunmaktadır. Yurtiçinde ihraç edilen borçlanma araçları bakımından MKK nezdinde kayden ihraç ve takip söz konusudur (Borçlanma Araçları Tebliği m. 8/1). Son olarak, ihraç kararı genel kurul tarafından %75 nitelikli nisapla alınır (TK m. 504). Ancak genel kurulun yönetim kuruluna genel kurul kararıyla azami 15 ay veya esas sözleşme hükmüyle sınırsız olarak yetki vermesi mümkündür (TK m. 505)⁶⁴⁹.

Arka arkaya sıraladığımız ve genel hatlarıyla paya dönüştürülebilir tahvili tarif eden bu hükümleri girişim şirketleri bağlamında değerlendirdiğimizde; girişim şirketlerinin SPK başvurusu bakımından gerekli finansal yapıya sahip olmasının pek mümkün olmadığını, başvuru sürecinin dahi başlı başına yüksek bir masraf yaratacağını ve operasyonel anlamda girişim şirketlerini zorlayacağını görmekteyiz⁶⁵⁰.

Tüm bu zorlukların yanında, borçlanma araçları için öngörülen ihraç tavanları da paya dönüştürülebilir tahvil ihracında girişim şirketleri bakımından sorun teşkil etmektedir. Borçlanma Araçları Tebliği m. 9/4-(b) hükmü uyarınca, halka açık olmayan şirketlerin ihraç limiti, özkaynak tutarının üç katını geçemez. Erken aşama (özellikle tohum yatırım bakımından) bir girişim şirketinin özkaynağının ne kadar az olacağı ve ihtiyaç duyulan finansmanın ise bunun üç katından çok daha fazla olacağı düşünülürse, bu hüküm başlı başına paya dönüştürülebilir tahvillerin girişim şirketlerinin finansmanına uygun olmadığı yorumuna sebep olmaktadır.

Bununla birlikte, halka açık olmayan girişim şirketleri tarafından GSYF'lere tahsisli olarak ihraç edilecek borçlanma araçları bakımından bu sorunlara çözüm olması amacıyla GSYF m. 18/6 hükmünde birtakım istisnalar tanınmıştır. İlk olarak

⁶⁴⁸ Halka açık olmayan girişim şirketlerinin GSYF'lere tahsisli olarak satmak üzere ihraç ettiği borçlanma araçları için GSYF Tebliği m. 18/6-(a) uyarınca *“kurula yapılacak başvurularda borçlanma araçlarının tahsisli olarak satılacağı fonların yatırım komitesi tarafından ihraç edilecek borçlanma araçlarının fon portföyüne dahil edileceğine ilişkin alınacak kararın da Kurula iletilmesi gereklidir.”*

⁶⁴⁹ Aksan, **PDT**, s. 53.

⁶⁵⁰ Aynı yönde bkz. Karatay, **SAFE**, s. 82.

Borçlanma Araçları Tebliği m. 9 ve tablo Ek-2’de yer alan SPK düzenlemelerine uygun olarak hazırlanan bağımsız denetimden/sınırlı incelemeden geçmiş finansal tablo hazırlamak bakımından, *“talep edilen ihraç tavanının ve girişim şirketinin halen tedavülde olan ile ihraç tavanı kapsamında henüz satışı gerçekleştirilmemiş borçlanma araçları toplamının 5 milyon TL’nin altında olması durumunda”, “4/1/1961 tarihli ve 213 sayılı Vergi Usul Kanunu hükümlerine göre hazırlanan ve mali müşavir tarafından rapora bağlanan mali tabloları”* hazırlamak yeterli olacaktır. İkinci olarak, Borçlanma Araçları Tebliği m. 9/4-(b)’de yer alan ihraç limiti, girişim şirketinin hesaplamaya esas finansal tablolarındaki *aktif toplamının beş katı* olarak uygulanacaktır. Buna ek olarak, girişim şirketi tarafından fonlara tahsisli olarak satılmak üzere ihraç edilecek paya dönüştürülebilir tahviller için *“dönüştürme fiyatı ve oranı taraflarca serbestçe belirlenebilir ve bu hususa ilişkin genel esaslara ihraç belgesinde yer verilir”*. Son olarak açıklanan bu istisnai düzenlemeler uyarınca ihraç edilen borçlanma araçları sadece diğer GSYF, GSYO ve yabancı yatırımcılara⁶⁵¹ satılabilir.

Kanaatimizce, yapılan istisnai düzenleme doğru bir amaca yönelmiş ancak yetersiz bir düzenlemedir. Vergi Usul Kanunu hükümlerine göre hazırlanan ve mali müşavir tarafından rapora bağlanan mali tabloları kullanabilmek girişim şirketini büyük bir masraftan kurtaracaktır. Ancak aktif toplamının beş katı şeklindeki ihraç limitinin halen bir engel olduğu söylenebilir. Zira girişim şirketlerinin ilk aşamada en kıymetli malvarlığı “fikirdir” ve fikrin -sermaye olarak taahhüt edilebilecek bir şekilde somutlaşmış olduğu ihtimalde dahi- bu aşamada isabetli bir değerlemeye tabi tutulması güçtür. Dolayısıyla “yapay” bir değer düşüklüğü, ihraç limitinin de düşüklüğü sonucunu doğuracaktır. Ayrıca hüküm sadece ilk olarak GSYF’lere tahsisli ihracı düzenlemekte olduğundan örneğin melek yatırımcılar için bir düzenleme içermemektedir. Nihayet tüm istisnalara rağmen yine de sermaye piyasası mevzuatına tabi masraflı ve operasyonel yükü olan bir süreç söz konusudur.

Türk uygulamasında girişim şirketlerinin borç sermaye karması yatırım alması noktasında borçlanma aracı niteliğindeki paya dönüştürülebilir tahvillere başvurulmasına pek rastlanılmamaktadır. Nitekim yukarıda açıklanan masraflı süreç

⁶⁵¹ Yabancı GSYF’ler ile döviz cinsinden akdedilen borç sermaye karması sözleşmeler için ayrıca bkz. 02.05.2018 tarihli Merkez Bankası Sermaye Hareketleri Genelgesi m. 6/12.

ve ihraç limitlerinin, bu yolu girişim şirketleri bakımından ticari açıdan makul olmayan bir tercih haline getirdiği ifade edilmektedir⁶⁵². Buna karşılık ABD uygulamasında “convertible note” ve “convertible bond” kavramlarının neredeyse birbirini yerine kullanıldığı ve borçlanma aracı teşkil ettiği görülmektedir. Türk hukukundan farklı olarak borçlanma aracı ihracı bakımından yönetim kuruluna tanınan serbesti, şirketin kendi payını iktisap kurallarındaki esneklik ve SEC başvurusunda belirli istisnalar tanınarak başvuru yükümlülüğü gibi yükümlülüklerden muafiyet imkânı hususlarının, ABD uygulamasında borçlanma araçlarının Türkiye’den daha yaygın olmasının sebebi olabileceği belirtilmektedir⁶⁵³.

Borç sermaye karması, kurgu itibarıyla “paya dönüştürülebilir tahvil” teşkil etmese, örneğin 365 gün vade şartını (Borçlanma Araçları Tebliği m. 17/1) sağlamasa dahi, borçlanma aracı niteliğini haiz olduğu müddetçe Borçlanma Araçları Tebliği m. 34 kapsamında SPK başvurusuyla ihraç edilebilecektir. Çalışmamız açısından önemli olan hususlardan biri, borç sermaye karmasının paya dönüştürülebilir tahvil olsun veya olmasın borçlanma aracı sıfatıyla, TK m. 463/1 anlamında “tahvil ve benzeri borçlanma araçları” kapsamına girmesidir. Bu vesileyle şarta bağlı sermaye artırımını uygulama alanı bulabilecektir.

Kanaatimizce, borcun paya dönüştürülmesi açısından “dönüşüm” işleminin en “işlevsel” olduğu yöntem şarta bağlı sermaye artırımındır. Borçlanma Araçları Tebliği m. 19/3 uyarına halka açık olmayan şirketlerin, bu bağlamda girişim şirketlerinin yapacağı şarta bağlı sermaye artırımına TK m. 463 vd. hükümleri uygulanacaktır. Şarta bağlı sermaye artırımını ve ilgili hükümlerin girişim şirketleri için değerlendirilmesine ilişkin olarak, yukarıda çalışan pay edindirme uygulamaları başlığında yaptığımız açıklamalara bakılabilir. Bu başlık açısından ise vurgulanabilecek olan husus, bizatihi şarta bağlı sermaye artırımını yönteminin girişim şirketleri için arz ettiği sorunlara ek olarak, borçlanma aracı ihracının girişim şirketleri için uygulanabilir bir seçenek olmaması ve bu sebeplerle “dönüşüm” için gerçekten işlevsel olan şarta bağlı sermaye artırımından yeterince faydalanılamamasıdır.

e. Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Öneriler

⁶⁵² Karatay, **SAFE**, s. 82.

⁶⁵³ Karatay, **SAFE**, s. 81; Aksan, **PDT**, s. 31.

Kanaatimizce borç sermaye karması sözleşmeleri ilk olarak borçlanma aracı teşkil eden ve etmeyen şeklinde iki tür olarak değerlendirmek gerekmektedir. Sözleşmede kararlaştırıldığı şekilde borcun paya dönüştürülmesi ise -çalışan pay edindirme uygulamalarında görüldüğü gibi- pay devri, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırım ve şarta bağlı sermaye artırım şeklinde gerçekleştirilebilir. Bununla birlikte pay devri yöntemi bu başlık açısından esasen diğer iki yönteme kıyasla sadece teorik kalmaktadır.

Payın borca dönüştürülmesi açısından en “işlevsel” ve gerçek anlamda “dönüşmenin” görüldüğü yöntem, şarta bağlı sermaye artırımdır. Ne var ki, şarta bağlı sermaye artırımının kapsamı TK m. 463 hükmünde açıkça çalışanlara tanınan pay alım hakkı ile tahvil ve benzeri borçlanma araçlarına hasredilmiştir. Bu bakımdan borç sermaye karması sözleşme yapılırken şarta bağlı sermaye artırım hedeflendiği takdirde borç sermaye karması sözleşmenin borçlanma aracı olarak ihracı zorunlu hale gelmektedir. Borçlanma araçlarının sermaye piyasası mevzuatına tabi olması, yarattığı operasyonel ve mali yük itibarıyla girişim şirketlerine “ağır” gelmektedir. Gerçekten esasen bu hükümler “sermaye piyasasında” faaliyet gösterebilecek büyüklükte şirketler düşünülerek hazırlanmıştır; faaliyete geçebilmek için finansmana ihtiyaç duyan, en değerli varlığı “fikir” olan ve başarılı olursa “akıl almaz” büyüklüğe erişme ihtimali olan girişim şirketleri düşünülerek değil. Yine “ihraç limiti” de mevcut özkaynağı düşük olan ve faaliyetini buna kıyasla çok daha yüksek tutarlarda olan yatırımla gerçekleştirecek olan girişim şirketine pek uygun değildir. Gerçi GSYF Tebliği m. 18/6 ile girişim şirketlerinin GSYF'lere ihraç edeceği borçlanma araçları için tanınan istisnalar bulunmaktadır. Bunlara ilişkin görüşlerimiz yukarıda ifade edilmiştir. Kanaatimizce bu istisnalar “iyi niyetli” ama “yetersiz” düzenlemelerdir. Öte yandan bizatihi şarta bağlı sermaye artırımının dahi, çalışan pay edindirme uygulamaları başlığında ifade ettiğimiz üzere, girişim şirketleri bakımından sorun yarattığı söylenebilir. Bir girişim şirketinin önceden esas sözleşmeye hüküm koymas ve sonrasındaki operasyonel süreci yürütmesi pek kolay değildir.

Bu durumda, Türk uygulamasında daha yaygın olduğu şekilde, geriye borç sermaye karması sözleşmenin borçlar hukuku temelinde kullanımı ve “alacakların” sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımına konu olması seçeneği kalmaktadır.

Ancak bu yol için iki temel sorun bulunmaktadır. İlki ifa edilmeme halinde korporatif etki olmayacağı için sadece tazminat talebinin gündeme gelmesidir. Esasen bu sorun örneğin pay devri sözleşmelerinin ifa edilmemesi hali için de mevcut olan ve genel ve ayrı bir çalışmaya konu olabilecek bir meseledir. Öte yandan burada genel tartışmalardan farklı değerlendirme gerektiren husus, girişim şirketinin mali yapısı itibarıyla borcu geri ödemeye elverişli olmaması ve tarafların asıl niyetinin borcun geri ödenmesinden ziyade pay edinmek olmasıdır. Belirtelim ki, girişim şirketi daha sonraki yatırımları “kaçırmamak” için borcun paya dönüştürülmemesi gibi bir “hata” yapmaz. Ancak yine de “büyük meblağların” söz konusu olduğu bir işlemde belirsizliğe yer yoktur. İkinci sorun ise alacakların sermaye olarak taahhüdü halinde “mahkeme tarafından atanacak bilirkişi” tarafından rapor hazırlanmasına ihtiyaç duyulmasıdır. Ticaret Bakanlığı, pay sahipleri tarafından alacak taahhüdü yapılması halinde yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir raporunu yeterli görmektedir. Açık yasal bir dayanağı olmayan bu çözümün normlar hiyerarşisine uygunluğu ayrı bir tartışma konusudur. Bu husus gözardı edildiğinde dahi, pay sahibi olmayan yatırımcının bu kolaylıktan faydalanamadığı görülmektedir. “Bir adet” pay teslim etmek gibi suni yöntemlerin ise özellikle yabancı yatırımcıya izah edilmesi güçtür.

Oldukça yüksek meblağların konuşulduğu bu işlemler için tereddütler yaratan, “hukuki belirlilikten” yoksun düzenleme ve çözümler kabul edilemez. Kanaatimizce ilk olarak sermaye piyasası mevzuatında bir düzenleme yapılarak borç sermaye karması sözleşmelerin borçlanma aracı niteliğinde olabileceği gibi olmayabileceği de açıkça belirtilmeli ve borçlanma aracı niteliğinde olmayan borç sermaye karması sözleşmelerin sermaye piyasası mevzuatı dışında olduğu vurgulanmalıdır. Borçlanma aracı niteliğindeki borç sermaye karması sözleşmeler bakımından, paya dönüştürülebilir tahvil hükümleri, yukarıdaki önerilerimiz kapsamında getirilen yeni “girişim şirketi” tipinin özellikleri düşünülerek düzenlenmelidir. İhraç limiti girişim şirketlerinin en azından kurumsal yatırımcılara tahsis ettiği (GSYO ve GSYF) paya dönüştürülebilir tahviller için genişletilebilir ve hatta bir adım ileri giderek kanaatimizce kaldırılabilir. Zira söz konusu yatırımcılar yaptıkları yatırımın getirisini ve maliyetini gayet iyi hesaplayabilecek, duruma göre yatırımdan vazgeçebilecek uzmanlığa sahiptir. Öte yandan SPK başvurusu ve

başvuru belgelerine ilişkin diğer yükümlülöklere bakımından ABD’de olduğu gibi “istisna” düzenlemesi getirilmesi de uygulamada girişim şirketlerinin borçlanma aracı şeklinde borç sermaye karması kullanmasını olumlu yönde etkileyebilir. Buna ek olarak kanaatimizce, şarta bağılı sermaye artırımının girişim şirketleri özelinde ayrıca düzenlenmesi; kapsamına borçlanma aracı teşkil etmeyen borç sermaye karması sözleşmelerin de dahil edilmesi ve operasyonel açıdan kolaylıklar sağlanması şarta bağılı sermaye artırımını sistemini gerçek anlamda tercih edilen bir yöntem haline getirecektir. Son olarak alacakların sermaye taahhüdüne konu olması halinde mali müşavir raporunun yeterli olmasına dair “yasal” düzenleme yapılması, en azından girişim şirketleri bakımından, yerinde olacaktır. Nitekim sadece alacak taahhüdü için değil, aynı zamanda genel olarak aynı sermaye taahhüdü için yurtdışında girişim şirketlerine değerlendirme konusunda bu yönde kolaylık sağlandığı görölmektedir.

3. Simple Agreement for Future Equity (“SAFE”)

a. Borç Sermaye Karması Sözleşmeden Doğan Sorunlara Çözüm

Borç sermaye karması sözleşmelerin içerdii “belirli tarih” ve “faiz” unsurları uygulamada çeşitli sorunlar yaratmıştır. Belirlenen süre içerisinde sermaye artırımını yapamayan girişim şirketi yeterli olmayan malvarlığı sebebiyle borcu geri ödeyemeyecek duruma düşebilmekte ve süre uzatımı için birçok taviz vermektedir.

İşlemin taraflar nezdinde “ertelenmiş sermaye yatırımı” olarak görülmesi uzatma yapılma ihtimalini kuvvetlendirmektedir. Ancak bu süre içerisinde işleyen faizle birlikte biriken borç, henüz kâr elde edemeyen girişim şirketi için iflas riski yaratarak, adeta “kendisine doğrultulan bir silaha” dönüşmektedir. Bu durum ise girişimcileri sürekli olarak borç ve faiz hesabı yapmaktan, şirket faaliyetine odaklanamaz hale getirmektedir. Özellikle birden fazla yatırımcıyla birbirinden farklı şartlarla yapılan borç sermaye karması sözleşmeler, pay sahipliğı yapısı bakımından içinden çıkılmaz bir durum yaratmaktadır. Buna ek olarak, California hukukunda ticari borç verebilmek için gerekli şartları düzenleyen hükümler uyarınca belirli tarihe sahip borç sermaye karması sözleşmelerin ek “lisans” almadan yapılabilmesi - bugün 3 yıla uzatılan- 1 yıllık azami süreye bağlandığından yatırımcılar nezdinde

“belirli tarih” unsuru kurtulunması gereken bir sorun haline gelmiştir⁶⁵⁴ (California Finance Lenders Law⁶⁵⁵ m. 22062). Borç sermaye karması sözleşmenin esasen “ertelenmiş bir sermaye yatırımı” olarak kurgulanması sebebiyle, borç sermaye karması sözleşmeye “borç” niteliği veren, “belirli tarih” ve “faiz” unsurlarının çıkarılması düşünülmüş ve bu amaçla üretilen SAFE sözleşmesi büyük bir uygulama alanı bulmuştur⁶⁵⁶.

b. Özellikleri ve Türleri

SAFE, tohum aşamasında yatırımları bulunan ve Silikon Vadisi ekosisteminde saygın bir konumu olan Y Combinator isimli hızlandırma kuruluşu tarafından çıkarılan, mümkün olduğunca sadeleştirilmiş, yaklaşık 6 sayfalık “Simple Agreement for Future Equity” (kısaca “SAFE”) isimli bir sözleşmedir⁶⁵⁷. SAFE sözleşmesini, ileride (genellikle GSYF veya GSYO tarafından) yatırım alması beklenen girişim şirketlerine yatırım yapmak için kullanılan⁶⁵⁸, borç sermaye karması sözleşmeye borç niteliği veren unsurlardan arındırılmış⁶⁵⁹, standart hükümler içeren bir sözleşme olarak tanımlamak mümkündür.

İlk versiyonu 2013 yılında yatırım öncesi değerlendirme (“pre money”) esasına dayalı olarak çıkarılmış ancak 2018 yılında yatırımcıların ne kadar pay aldığını, girişimcilerin ise payının ne kadar seyrettiğini daha rahat anlayabilmesi amacıyla yatırım sonrası değerlendirme (“post money”) esasına dayanan yeni bir türe evrilmiştir. Bu değişimin temel sebebi, SAFE’nin tercih edildiği tohum yatırımlarına konu olan yatırım meblağlarının artık çok yüksek miktarlara ulaşması ve artık bu yatırımı “köprü” olarak değerlendirmektense tamamen bağımsız bir “yatırım turu” olarak

⁶⁵⁴ Açıklamalar için bkz. Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 166

⁶⁵⁵ (Çevrimiçi), https://leginfo.ca.gov/faces/codes_displayText.xhtml?lawCode=FIN&division=9.&title=&part=&chapter=1.&article=2., SET 18.11.2022.

⁶⁵⁶ Coyle/Green, **Contractual Innovation in Venture Capital**, s. 166; Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s.172; Giudici/Agstner, **Startups**, 613; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 808; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 9; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 104.

⁶⁵⁷ (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/documents/#safe>, SET 18.11.2022.

⁶⁵⁸ Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 171; Coyle/Green, **Startups Seed Financing Contracts**, s. 106.

⁶⁵⁹ Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 105; Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 9; Karatay, **SAFE**, s. 28.

değerlendirme eğilimidir⁶⁶⁰. Bu noktada belirtelim ki, “post money” ile kastedilen SAFE yatırımının yapıldığı bu “yeni tur” olup SAFE’de öngörülecek şartları taşıyan sonraki -potansiyel tohum veya Seri A- yatırım turu kastedilmemektedir⁶⁶¹. Pre money SAFE kendi içerisinde dört, post money SAFE ise üç türe ayrılmaktadır.

Pre money SAFE, (i) dönüşümde değerlendirme sınırı olan iskontosuz, (ii) dönüşümde değerlendirme sınırı olmayan iskantolu, (iii) dönüşümde değerlendirme sınırı olan ve iskantolu veya (iv) dönüşümde değerlendirme sınırı olmayan iskantosuz fakat “most favored nation” şartı olan SAFE şeklinde hazırlanabilir⁶⁶². Buna karşılık post money SAFE, (i) dönüşümde değerlendirme sınırı olan iskantosuz, (ii) dönüşümde değerlendirme sınırı olmayan iskantolu veya (iii) dönüşümde değerlendirme sınırı olmayan iskantosuz fakat “most favored nation” şartı olan⁶⁶³ SAFE şeklinde hazırlanabilir. Bunun yanında tercihe ve ihtiyaca göre seyrilmeye karşı korunmak için rüçhan hakkı (“pro rata”) ek sözleşmesi imzalanabilmektedir⁶⁶⁴.

Pre money SAFE ile post money SAFE arasında işbu ek sözleşmeyle öngörülecek önemli bir fark bulunmaktadır. Pre money SAFE rüçhan hakkının SAFE’nin paya dönüştüğü tur sonrasında kullanılmasını düzenlemekte iken (örneğin seri A turunda gerçekleşen dönüşümle pay sahibi olan yatırımcı seri B turunda rüçhan kullanabilir); post money SAFE dönüşüme konu yatırım turundan hemen önce SAFE’nin paya dönüşmüş sayılmasını ve bu sayede hemen o turda rüçhan hakkının kullanılmasını sağlamaktadır⁶⁶⁵. Bu sayede SAFE sahibinin sahip olduğu pay seyrilmeye karşı korunmaktadır. Ancak yatırımcının stratejisine göre, rüçhan

⁶⁶⁰ Lasicki, **Early Stage Financing Methods**, s. 9; **Post money SAFE tercihinin yatırımcı için önemi ve pre money SAFE tercihinin yatırımcı için yarattığı riskler** hakkında bkz. Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 5 vd.

⁶⁶¹ (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/documents/#downloads>, SET 23.11.2022; Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 3.

⁶⁶² (Çevrimiçi), https://web.archive.org/web/20180530225245/https://www.ycombinator.com/document_s/, SET 23.11.2022.

⁶⁶³ Most favoured nation hükmü daha sonra imzlanan bir SAFE sözleşmesinin daha iyi şartlar içermesi halinde mevcut SAFE sözleşmesinin bu şartlarla değiştirilmesini öngörmektedir. Bir sonraki SAFE sözleşmesinde ayrıca bu hüküm olmadığı takdirde sadece bir kez değişikliğe imkân verir. Sadece lehe olan hükümlerin “cimbızlanması” mümkün değildir; diğer bir deyişle değişiklik yapılacak ise bütün olarak yapılacaktır. Açıklamalar için bkz. Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 18.

⁶⁶⁴ Bu hususun SAFE sözleşmelerinin ilk versiyonu olan pre money SAFE sözleşmelerine ilişkin müzakerelerde en sık değiştirilen hususlardan biri olduğu hakkında bkz. Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 117; İlgili hükmün ek sözleşmeye evrilme sebebinin sıklıkla değiştirilme olabileceği hakkında Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 3; Bkz. ve karşı. Karatay, **SAFE**, s. 14.

⁶⁶⁵ Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 3.

hakkı kapsamında daha sonra bir yatırım yaptıktan sonra daha düşük bir dönüşümde değerlendirme sınırı veya daha yüksek bir meblağ yatırımı müzakere edilebilir⁶⁶⁶. Özellikle bazı GSYF'lerin yatırım stratejilerini kendi yatırımcılarına açıklamak zorunda olması belirli durumlarda faaliyetlerini yavaşlatabilmektedir. Rüçhan hakkına ilişkin ek sözleşme asıl olarak değerlendirmede dönüşüm sınırı içeren SAFE'ler için uygundur⁶⁶⁷.

Sayıdığımız türlerde görülen iskonto, dönüşümde değerlendirme sınırı ve özünde alacak hakkına konu olan pay, SAFE sözleşmesinin borç sermaye karması sözleşmelere benzeyen yönünü teşkil etmektedir⁶⁶⁸.

Simple Agreement for Future Equity isminde yer alan basit (simple) kelimesi, bu sözleşmenin hukuki tartışmalara ve sözleşmelerde klasikleşen tekrar maddelere (boilerplate) daha az yer vermesine, az sayıda ve ekosistemde uzun zamandır kullanılarak aşına olunan hükümler içermesine işaret etmektedir⁶⁶⁹. “Güvenli” anlamına gelen “SAFE” kısaltması ise, girişimcinin faiz ve iflas riskinden kurtulmasını ifade etmektedir. Yani SAFE girişimci için “güvenlidir” (safe); yoksa yatırımcı için değil⁶⁷⁰. Dolayısıyla yatırımcı, SAFE sözleşmesi yaparken az riskli/güvenli bir yatırım yaptığı yanılgısına düşmemelidir.

Son olarak belirtelim ki, taslak nitelikte standart içeriğe sahip olan SAFE sözleşmesindeki hükümlerden uygulamada değiştirilen veya eklenenlerin sıklıkla; rüçhan hakkı, “belirli tarih” (esasen bu durumda borç sermaye karması sözleşme söz konusu olmaktadır), tüm SAFE yatırımcıları adına karar alabilecek belirli bir çoğunluk öngörülmesi, beyan ve tekeffüllerin genişletilmesi, bilgi alma ve inceleme haklarının eklenmesi olduğu ve ayrıca zaman zaman kâr payı (temettü), özen yükümlülüğü, yönetim kurulu üyeliği, geri alım hakkı gibi hususlara ilişkin “ifade değişiklikleri” yapıldığı belirtilmektedir⁶⁷¹.

c. Niteliği

⁶⁶⁶ Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 6.

⁶⁶⁷ Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 14.

⁶⁶⁸ Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 105; Karatay, **SAFE**, s. 31.

⁶⁶⁹ Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 173.

⁶⁷⁰ (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022; Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 174.

⁶⁷¹ Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 117 vd.

SAFE sözleşmesini borç veya sermaye yatırımı olarak değerlendirmek mümkün değildir. Temel itibarıyla borç sermaye karması sözleşmeye benzemekle birlikte, SAFE'nin, "belirli tarih" ve "faiz" unsurlarının eksikliği SAFE'nin borç niteliği taşımadığını; yatırımcının henüz pay sahipliği haklarını kazanmaması ise sermaye yatırımı niteliğini taşımadığını göstermektedir⁶⁷². Burada sadece ileride belirli niteliklere sahip bir yatırım turuna çıkılması, şirketin satılması yahut halka arz edilmesi halinde anlam taşıyacak "ertelenmiş bir sermaye" yatırımına konu olan sözleşmesel bir alım hakkı bulunmaktadır⁶⁷³. Belirtelim ki, SAFE, ikincil piyasalarda işlem görmesi için seri halde çıkarılması ve tedavül kabiliyeti hedeflendiği durumlarda ise sermaye piyasası anlamında türev araç teşkil edecektir.

d. İşleyişi

SAFE sözleşmesinin temel kurgusu ve yatırımcının yatırımından beklediği asıl geri dönüş, girişim şirketinin kararlaştırılan nitelikte bir yatırım olarak SAFE sahibine pay vermesi ve pay sahibinin diğer pay sahipleri gibi satış veya halka arz ile çıkış gerçekleştirmesidir. Öte yandan henüz paya dönüşümün gerçekleşmediği bir aşamada şirket satışı (veya öngörülen diğer "elden çıkarma olayları") gerçekleştiği takdirde, yatırımcının SAFE'yi paya dönüştürüp gerekli menfaati elde etmesi veya - farklı bir getiri oranı kararlaştırılmadıkça- ana parasını geri alması mümkündür. Bu ihtimaller gerçekleşmeden şirket gerçek anlamda tasfiye haline girdiği takdirde ise kalan malvarlığından tahsil edilebildiği ölçüde yatırım geri alınmaya çalışılacaktır⁶⁷⁴. Ancak borç niteliği taşımadığı için alacaklı sıfatından kaynaklanan tasfiye önceliğinden faydalanılamayacaktır⁶⁷⁵.

Toparlamak gerekirse, SAFE sözleşmesinde asıl olarak ileride gerçekleştirilecek yatırım olayının (geniş anlamda tasfiye) geciktirici şart teşkil ettiği bir pay alım hakkı söz konusudur. Bu şart gerçekleşmedikçe ve yukarıda anılan ihtimaller yaşanmadıkça SAFE, yatırımcı için hiçbir anlam ifade etmez. Örneğin

⁶⁷² (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022; Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 172; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 105.

⁶⁷³ Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 172; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 807; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 105.

⁶⁷⁴ Açıklamalar için bkz. Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s.8; Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 177; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 10.

⁶⁷⁵ Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 8.

yukarıda ifade edildiği üzere yatırım yapılan şirket kendi nakit akışını sağlayabilen ve yatırıma ihtiyaç duymaksızın krediyle finansman sağlayabilen ve pay sahiplerini kâr payı dağıtarak (temettüyle) tatmin edebilen bir şirket olduğu takdirde SAFE, yatırımcısı için “ölü yatırım” olacaktır. Bu yönü itibariyle, SAFE sözleşmesi, Y Combinator portföyündeki girişim şirketleri gibi, ileride yatırım alması kuvvetle muhtemel olan şirketler için uygundur⁶⁷⁶.

e. Avantaj ve Dezavantajları

SAFE sözleşmesinin yaratıcısı Y Combinator, bu sözleşmelerin iki avantajına vurgu yapmaktadır. Bunlardan ilki, normal bir yatırım turundan farklı olarak, birden fazla yatırımcıyı aynı anda imzaya ikna etme gerekliliğini kaldırmasıdır. Normal şartlar altında, yatırımcıların dikkat ettiği en önemli şeylerden biri, diğer yatırımcıların girişim şirketi hakkındaki düşünceleridir. Bu şekilde yatırımcı hem diğer yatırımcıların düşüncelerini öğrenmeyi hem de onlarla benzer şartlar elde etmeyi amaçlamaktadır. SAFE imzalayan bir yatırımcı ise hem diğer yatırımcılardan önce davranarak belirli bir indirim elde etmekte (dönüşümde değerlendirme sınırı veya iskonto) hem de diğer yatırımcıların sonraki turda detaylı müzakereler sonucu elde edeceği imtiyazları elde etmektedir^{677, 678}. Bu sayede birden fazla yatırımcı, çok daha kolay ve kısa sürede ikna edilebilmektedir. Bununla birlikte, birden fazla yatırımcıyla “değerleme” veya “iskonto” konusunda farklı anlaşmalar yapma esnekliği de bulunmaktadır. Esasen bu husus “ertelenmiş sermaye yatırımı” arz eden diğer sözleşmeler için de geçerlidir. Dolayısıyla benzer bir fayda borç sermaye karması sözleşmede de görülmektedir. İkinci olarak ise, bu sözleşmeler yine “ertelenmiş sermaye yatırımı” olmaları sebebiyle dönüşümde değerlendirme sınırı veya iskonto haricinde detaylı bir müzakereye gerek bırakmayarak masraf ve zaman

⁶⁷⁶ Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 173; Benzer yönde bkz. (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022; Benzer yönde bkz. ve karş. Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 10.

⁶⁷⁷ (Çevrimiçi), <http://www.paulgraham.com/hiresfund.html>, SET 23.11.2022; (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/documents/#downloads>, SET 23.11.2022; Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 4; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 807.

⁶⁷⁸ Ancak tasfiye ve kâr payı imtiyazları başta olmak üzere ufak farklılıklar bulunmaktadır. Bu yönü itibariyle SAFE dönüşümü sonucu ihraç edilen imtiyazlı paylar SAFE İmtiyazlı (SAFE preferred) pay olarak anılırken diğer paylar Standart İmtiyazlı (standard preferred) pay olarak anılmaktadır. Bu yönde bkz. Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 9. **Ancak örneğin dönüşümde değerlendirme sınırı bir sonraki yatırım turunun yatırım öncesi değerlemesinden yüksek olursa SAFE sahibinin standart imtiyazlı pay alabileceği** hakkında bkz. **a.e.**, s. 9 vd.

tasarrufu sağlamaktadır. Borç sermaye karması sözleşmeye kıyasla “belirli tarih”, “faiz” veya benzer diğer hususlar olmadığı için, SAFE’lerin borç sermaye karması sözleşmelere kıyasen hızlı ve daha az masraflı olduğu söylenebilir.

Öte yandan daha önce belirttiğimiz üzere, “belirli tarih” ve “faiz” unsuruna yer verilmemesi girişim şirketinin iflas “tehdidinden” kurtulmasına ve faaliyetine odaklanmasına yardımcı olmaktadır⁶⁷⁹. Bu sayede aynı zamanda “belirli tarih”i uzatmak için müzakereye gerek kalmadığından hem girişimci “fedakârlık” yapmaktan kurtulmuş hem de vakit kaybetmemiş olmaktadır⁶⁸⁰. Ancak bu “tehdidin” kalkması, yatırımcının girişimci üzerindeki dolaylı kontrolünün kaybı olarak da yorumlanabilir.

Buna karşılık yukarıda ifade ettiğimiz gibi SAFE, sadece ileride yatırım alma potansiyeli bulunan girişim şirketlerine yatırım yapmak için uygundur. Aksi takdirde, kararlaştırılan şartlar gerçekleşmediği müddetçe, SAFE sözleşmesinin yatırımcı açısından hiçbir faydası yoktur⁶⁸¹. Belirtelim ki, SAFE yatırımcısı lehine tanınan abartılı imkânlar, örneğin piyasa şartlarının ötesinde bir iskonto, sonraki yatırımcıların ilgisini kaybetmesine de yol açabilir ve bu suretle SAFE yatırımcısının yatırımından beklediği faydayı almasına engel olabilir⁶⁸². Ancak daha vahimi, SAFE sözleşmesiyle yatırım yapan yatırımcının tek beklentisinin kararlaştırılan nitelikteki sonraki yatırım olduğu gerçeğinden hareketle, girişimciler sonraki turun potansiyel yatırımcısı olan GSYF veya GSYO ile anlaşarak SAFE yatırımcısının iskonto veya dönüşümde değerlendirme sınırının kendi menfaatine (girişimcinin daha az seyreleceği şekilde) olacak şekilde değiştirilmesini sonraki turun yatırım şartı olarak dayatabilir⁶⁸³. Böyle bir durumda SAFE sözleşmesi yatırımcısı, bir sonraki turun gerçekleştirilebilmesi amacıyla, kendi lehine olan hükümleri “esnetmek” zorunda bırakılabilir.

Öte yandan post money SAFE dahil olmak üzere, SAFE sözleşmesi yatırımcısının yatırımı karşılığında tam olarak yüzde kaç pay alacağını hesaplamasına elverişli değildir. Tam olarak bu sebeple, zaman ve masrafa

⁶⁷⁹ (Çevrimiçi), https://web.archive.org/web/20180530225245/https://www.ycombinator.com/document_s/_SET_23.11.2022.

⁶⁸⁰ Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 173.

⁶⁸¹ Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 105; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 10.

⁶⁸² Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 834.

⁶⁸³ Bkz. ve karşı., Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 834.

katlanarak, SAFE yerine, klasik bir yatırım turu yapılması halen tercih edilebilmektedir⁶⁸⁴.

f. Kitle Fonlamasına Uygun Olmaması

Kitle Fonlaması Tebliği'nin aksine, Amerikan hukukunda kitle fonlamasının düzenlendiği JOBS Act, kitle fonlamasına konu yatırım araçlarını borçlanma aracı veya payla sınırlamamıştır⁶⁸⁵. Nitekim Amerikan uygulamasında birçok kitle fonlaması platformunun kampanya başlatan girişimcilere SAFE önerme imkânı sağladığı görülmektedir⁶⁸⁶. Ancak SAFE kitle fonlamasına uygun bir yöntem değildir.

Her şeyden önce, kurumsal yatırımcıların aksine, yeterince bilgiye sahip olmaması kuvvetle muhtemel olan “halk”, güvenli anlamına gelen SAFE kelimesini gördüğü takdirde bunu “güvenli” bir yatırım aracı sanabilir. Halbuki SAFE, kararlaştırılan şart gerçekleşmedikçe yatırımcı açısından hiçbir anlamı olmayan, bu anlamda güven değil, risk taşıyan bir sözleşmedir⁶⁸⁷. Teknoloji alanındaki girişim şirketleri genel itibarıyla yatırım alma potansiyeli daha yüksek olan şirketler olmakla birlikte, kitle fonlamasına başvurdıkları takdirde bu şansları düşmektedir. Bunun ilk sebebi, masraf yapmayı göze alarak ve kitle fonlaması mevzuatındaki yükümlülükleri yerine getirme pahasına kampanya başlatan girişim şirketinin diğer yatırımcılar tarafından beklediği takdiri görmediği ve kalan tek seçenek olarak kitle fonlaması yoluna gittiği algısıdır. İkinci sebebi ise, girişim şirketinin yatırım için kitle fonlaması talep etmek durumunda kalmasının muhtemelen melek yatırımcı, GSYF ve GSYO ağlarına (network) yeterince dahil olamamasından kaynaklandığı ve buradan hareketle ileride bu yatırımcılardan yatırım alma ihtimalinin de düşük olduğu düşüncesidir⁶⁸⁸. Ne var ki, teknoloji alanındaki girişim şirketleri, iş planı gereği yatırım almaya ihtiyaç duymaktadır. Bir de faaliyet alanı hiç yatırım almadan kredi vb. yöntemlerle nakit akışı sağlamaya elverişli olan, elde ettiği kârı yeniden

⁶⁸⁴ Y Combinator, **Post Money SAFE User Guide**, s. 6; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 10.

⁶⁸⁵ (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022; Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 169.

⁶⁸⁶ Örnek mahiyetinde bkz. (Çevrimiçi), <https://wefunder.com/>, SET 24.11.2022; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 13.

⁶⁸⁷ (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022; Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 174.

⁶⁸⁸ Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 175; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 13.

yatırıma yönlendirebilen ve girişimcinin paylarını satmaya ihtiyaç duymadan kâr payı veya maaşla tatmin olabildiği şirketler de kitle fonlaması kampanyası başlatmaktadır. Bunun en tehlikeli sonucu ise mezkûr şirketlerin ömrünü bu şekilde sürdürerek SAFE’de öngörülen şartların gerçekleşmesine fırsat vermeden yatırımcıyı mağdur etmesidir⁶⁸⁹. Buna ek olarak platformların kendine özgü hükümler ekleyerek SAFE’leri yatırımcının mağduriyetini artıracak şekilde değiştirdiği de görülmektedir⁶⁹⁰.

Bu durumda platformların önünde dört seçenek olduğu belirtilmektedir. Platformlar (i) duyarlı davranarak SAFE’leri gerçekten yatırım alma potansiyeli olan şirketlere özgülemeli, (ii) veya SAFE içeriklerini yukarıda işaret edilen sorunlara göre yeniden düzenlemeli, ya da (iii) SAFE yerine borç sermaye karması sözleşmeleri önermeyi düşünmeli, (iv) yahut SAFE’lerden tamamen vazgeçmelidir. İlk üç çözüm sorunlara cevap olmaktan uzaktır. Borç sermaye karması sözleşmeler faiz unsuru sayesinde yatırımcı bakımından daha koruyucu olmakla birlikte, nihayetinde bir sonraki yatırım turuna ihtiyaç duyduğundan kitle fonlamasına tam olarak uygun değildir⁶⁹¹. En uygun çözüm bu sözleşmelere şu an için kitle fonlamasında yer vermemektedir.

Bu bakımdan kitle fonlamasını borca ve paya dayalı yöntemlerle sınırlayan Türk hukuku, sermaye piyasasının işleyişini ve yatırımcıyı korumak açısından kanaatimizce isabetli bir tercihte bulunmuştur.

Son olarak kitle fonlamasının girişim şirketleri için uygun olmadığı gibi bir yanlış anlaşılmaya mahal bırakmamak adına belirtelim ki, kitle fonlamasının faydalı olabileceği yönler de olabilir. Örneğin erken aşamada müşterilere ulaşma, tanıtım, tercih analizi gibi imkanlar kitle fonlamasının girişim şirketi açısından faydalı olabileceği yönlerdir⁶⁹². Benzer şekilde, yukarıdaki kaygıların somut olarak uygun düşmediği girişim şirketleri de söz konusu olabilir. Ancak bu durumda dahi

⁶⁸⁹ (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022; Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 176; Bkz. ve karşı. Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 10.

⁶⁹⁰ Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 179. Dikkat edilecek hususlar için bkz. (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022.

⁶⁹¹ Öneriler ve açıklamalar için bkz. Green/Coyle, **Crowdfunding and SAFE**, s. 181; Karşı. (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022.

⁶⁹² Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 13.

değişmeyen husus, kampanyanın SAFE karşılığı yürütülmesinin yerinde olmayacağı tespitidir.

g. Hukuki Altyapı

Kanaatimizce SAFE sözleşmesi bakımından borç sermaye karması sözleşmeye benzer bir durum bulunmaktadır. SAFE sözleşmesi Amerikan uygulamasında olduğu gibi türev araç olarak ihraç edilebileceği gibi, türev araç niteliği taşımadan sözleşmesel bir alım hakkıyla sınırlı olarak da ihraç edilebilir⁶⁹³. Bu konuda bir ayırım yapmak gerekmektedir. Örneğin kitle fonlamasında arz edilen SAFE'nin, türev araç niteliği taşıması kuvvetle muhtemeldir.

Borç sermaye karması sözleşmeden farklı olarak borçlanma aracı sıfatını haiz olmayan SAFE sözleşmesi, bu sebeple şarta bağlı sermaye artırımına konu olamayacaktır. Dolayısıyla sözleşmenin ifası sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı veya pay devri yoluyla yapılabilecektir.

SAFE sözleşmesinde tanınan tasfiye imtiyazının (halka arz, birleşme devralma, satış gibi çıkış hallerini de -liquidation- kapsayacak şekilde) diğer imtiyazlı pay sahiplerine karşı ileri sürülebilmesi ve hedeflenen faydanın elde edilebilmesi için esas sözleşmeye hüküm konulması veya mezkûr pay sahipleriyle ayrı bir anlaşma yapılmasının önem taşıdığını hatırlatalım⁶⁹⁴.

h. Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Öneriler

SAFE sözleşmesi için yapacağımız değerlendirme ve öneriler büyük ölçüde borç sermaye karması sözleşme için de geçerlidir. SAFE sözleşmesi en azından “girişim şirketleri” tarafından yapılacak şarta bağlı sermaye artırımının kapsamına alınmalıdır. Buna ek olarak, hangi şartları taşıyan SAFE sözleşmelerinin sermaye piyasası mevzuatı kapsamında olduğu, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında olan SAFE sözleşmelerinin ise hangi şartlarda hangi yükümlülüklerden istisna tutulduğu açıkça düzenlenmelidir.

4. Simple Agreement for Future Tokens (“SAFT”)

⁶⁹³ Aksi yönde Karatay, *SAFE*, s. 35.

⁶⁹⁴ Y Combinator, *Post Money SAFE User Guide*, s. 15.

Blokzincir teknolojisinin gelişimiyle birlikte, kripto varlık ilk arzı da girişim şirketleri için bir finansman yöntemi haline gelmiştir. Gelişmeye açık ve dinamik olan kripto varlık ekosistemi, girişim şirketinin erken aşama finansmanında kullanılan ve yatırım yapılan girişim şirketinden gelecekte “pay” alma hakkı tanıyan SAFE sözleşmesinden esinlenerek, bu sözleşmeyi blokzincir altyapısını kullanan kripto varlık ilk arzına uyarlamıştır⁶⁹⁵. Blokzincir teknolojisinden söz etmişken, karışıklık olmaması adına belirtelim ki, SAFT sözleşmesiyle akıllı sözleşme teknolojisi birbirinden farklı kavramlardır⁶⁹⁶.

SAFT sözleşmesiyle, yatırımcıya sağlanan iskontolu token ile ileride kripto varlık ilk arzı gerçekleştirilecek olan tokeni kendiliğinden değiştirme hakkı tanınmaktadır⁶⁹⁷. İlk başta verilen token işlemin altyapısıyla ilgili bir durumdur, yoksa tarafların ortak amacı token’i önceden devretmek değildir. Dolayısıyla ICO’ya konu olacak token’in kendisi değil, bu token’i ileride alma “hakkı” elde edilmektedir⁶⁹⁸. Örneğin bu sayede yatırım için SAFT kullanan bir girişim 206 milyon dolar tutarındaki kripto varlık ilk arzından önce 52 milyon dolarlık yatırım almıştır⁶⁹⁹. 2017 ve 2018 yılları arasında ABD uygulamasında toplam 2 milyar dolar tutarında yatırıma konu olan 88 adet SAFT sözleşmesi kaydına rastlanılmıştır⁷⁰⁰.

Uygulamada arz edilen tokenlerin likidite ve fon sağlamak üzere %50’sinin kominiteye verildiği, %25’inin girişim şirketinin kendi uhdesinde tutulduğu ve kalan %25’in ise SAFT sözleşmesi aracılığıyla erken aşama yatırımcılara dağıtıldığı ifade

⁶⁹⁵ Detaylı bilgi için bkz. Juan Batiz-Benet, Marco Santori, Jesse Clayburgh, **The SAFT Project: Toward a Complaint Token Sale Framework**, (Çevrimiçi), <https://saftproject.com/static/SAFT-Project-Whitepaper.pdf>, SET 29.11.2022, s. 15 vd.; Ayrıca bkz. Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 106; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 811.

⁶⁹⁶ (Çevrimiçi), <https://coinmarketcap.com/alexandria/glossary/simple-agreement-for-future-token-saft>, SET 30.11.2022.

⁶⁹⁷ Batiz-Benet/Santori/Clayburgh, **SAFT Project**, s. 15 vd.; Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 811; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 15; Esasen iskontolu SAFT haricinde, SAFT sözleşmelerinin de tıpkı SAFE gibi post-SAFT, most favored nation klotlu SAFT, Singapur SAFT, Kanada SAFT gibi versiyonları da bulunmaktadır. Bu yönde (Çevrimiçi), bkz. <https://www.law-kc.com/saft-simple-agreement-for-future-tokens-crypto-lawyer-blockchain/>, SET 30.11.2022.

⁶⁹⁸ (Çevrimiçi), <https://www.law-kc.com/saft-simple-agreement-for-future-tokens-crypto-lawyer-blockchain/>, SET 30.11.2022.

⁶⁹⁹ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 811.

⁷⁰⁰ Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, dn. 18.

edilmektedir. Bu kapsamda özellikle bu yola başvuran Web3 girişim şirketlerinin tokenler için de ayrıca “captable” hazırlaması önerilmektedir⁷⁰¹.

Yatırımcının yatırımından kâr elde etmesi, ilgili token’in hedeflenen kitleye ulaşarak değer kazanmasıyla olmaktadır. Her gün her saat transfer edilebilen ve nitelikli veya nitelikli olmayan tüm yatırımcıların işlem yapabildiği kripto varlıklar yatırımcısına likidite açısından erken aşama yatırımlarda kullanılan diğer yöntemlerden daha avantajlı bir durum yaratmaktadır⁷⁰². Bu sayede hedeflenen değere ulaşıldığı takdirde yatırımcının çıkış yapmak için uzun süre boyunca paylarını devredeceği bir kişi aramasına veya halka arzı beklemesine gerek kalmamaktadır. Öte yandan belirtelim ki, ileride ihraç edilen token değil; SAFT sözleşmesinin kendisi nitelikli yatırımcıya ihraç edilmek üzere hazırlanmaktadır⁷⁰³.

Arz edilen token’lerin sahibine şirket kontrolüne ilişkin herhangi bir hak tanımadığı belirtilmektedir⁷⁰⁴. Belirtelim ki, bu ifade bir genelleme arz etse de istisnaları mevcut olabilir. Yukarıda kripto varlık ilk arzı başlığında açıkladığımız üzere, bazı token’lara oy hakkı gibi bazı hakların tanınması mümkündür⁷⁰⁵. SAFT sözleşmesinin işlevsel olduğu asıl durum ihraç edilen token’in bizzatı sermaye piyasası aracı teşkil etmediği, dolayısıyla sermaye piyasası aracı niteliğinin sadece SAFT sözleşmesinde bulunduğu ihtimallerdir⁷⁰⁶. Amaç ilk başlarda sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmeyen bir token için SEC veya mahkemeler tarafından ileride ihraç edilecek token hakkında fikir değişikliğine gidilerek sermaye piyasası mevzuatına aykırılık tespiti yapılmasını önlemektir⁷⁰⁷. Bu amacın ilgili kamu otoriteleri nezdinde karşılık bulup bulmayacağı, diğer bir deyişle temenni seviyesinde kalıp kalmayacağı ise şuan için soru işaretinden ibarettir.

⁷⁰¹ Açıklamalar için bkz. (Çevrimiçi), <https://www.law-kc.com/saft-simple-agreement-for-future-tokens-crypto-lawyer-blockchain/>, SET 30.11.2022.

⁷⁰² Batiz-Benet/Santori/Clayburgh, **SAFT Project**, s. 3.

⁷⁰³ Bu husus aynı zamanda ICO ve SAFT farkı olarak da dile getirilmektedir. Bu yönde bkz. (Çevrimiçi), <https://coinmarketcap.com/alexandria/glossary/simple-agreement-for-future-token-saft>, SET 30.11.2022.

⁷⁰⁴ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 812.

⁷⁰⁵ Nitekim aynı yönde bkz. Batiz-Benet/Santori/Clayburgh, **SAFT Project**, s. 3 vd.

⁷⁰⁶ Batiz-Benet/Santori/Clayburgh, **SAFT Project**, s. 20.

⁷⁰⁷ (Çevrimiçi), <https://schor.medium.com/explaining-the-simple-agreement-for-future-tokens-framework-15d5e7543323>, SET 30.11.2022; (Çevrimiçi), <https://www.law-kc.com/saft-simple-agreement-for-future-tokens-crypto-lawyer-blockchain/>, SET 30.11.2022.

SAFT sözleşmesi yatırımcısına pay sahipliği koruması sağlamadığı gibi, girişim şirketine verilen bir “borç” söz konusu olmadığından “alacaklı” sıfatı da kazandırmaz⁷⁰⁸. Yatırımcının korunması blokzincir teknolojisine dayanmaktadır. Son olarak belirtelim ki, alternatif olarak vakıf veya benzeri bir örgüt kurmak suretiyle “vakfa yapılacak bağış” görünümündeki yatırıma karşılık token verilmesi de mümkündür⁷⁰⁹.

5. Keep It Simple Security (“KISS”)

Keep It Simple Security (“KISS”) sözleşmesi, SAFE sözleşmesini meydana getiren Y Combinator gibi ünlü bir hızlandırıcı olan 500 Startups tarafından 2014 yılında hazırlanan standart içeriğe sahip bir sözleşmedir.

a. Türleri

İki çeşit KISS bulunmaktadır. Bunlardan ilki borç sermaye karması sözleşme niteliğinde olan ancak 500 Startups tarafından standart bir içeriğe kavuşturulan türü teşkil etmekte iken diğeri “belirli tarih” ve faiz unsurlarına yer verilmeyen ve bu yönü itibarıyla SAFE sözleşmesine benzeyen türdür⁷¹⁰.

b. Niteliği

KISS bir türü borç sermaye karması sözleşme olan; diğeri ise SAFE sözleşmesine benzeyen, kararlaştırılan şartların gerçekleşmesi halinde gelecekte pay alma hakkı tanıyan ve aynı zamanda her iki türü itibarıyla “ertelenmiş sermaye yatırımı” teşkil eden bir sözleşmedir⁷¹¹.

c. SAFE ve Borç Sermaye Karması Sözleşmeden Farkları

KISS sözleşmesi bir türü itibarıyla borç sermaye karması sözleşme teşkil etmektedir. Bu bakımdan borç sermaye karması sözleşmeden “farklılık arz eden” bir yönü olmadığını belirtelim. Zira borç sermaye karması sözleşmenin herhangi bir kurumca ilan edilen veya ekosistem tarafından süreklilik kazanan “standart” bir içeriği bulunmamaktadır. Buna karşılık KISS sözleşmesi, 500 Startups tarafından

⁷⁰⁸ Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 813.

⁷⁰⁹ Batiz-Benet/Santori/Clayburgh, *SAFT Project*, s. 5.

⁷¹⁰ Coyle/Green, *Startup Seed Financing Contracts*, s. 106; Lasicki, *Early Stage Financing*, s. 9 vd.

⁷¹¹ Coyle/Green, *Startups Seed Financing Contracts*, s. 107 ve s. 115.

hazırlanan kendine özgü standart içeriğe sahip bir borç sermaye karması sözleşmedir. Örneğin %5 faiz oranı, 18 ay vade (“belirli tarih”), paya dönüşüm için bir sonraki yatırımın 1 milyon dolar ve üzerinde olması şartı ve yatırımcıya dilerse belirli tarih geldiğinde paya dönüştürme imkânı sağlanması KISS sözleşmesinde yer alan hükümlerdendir⁷¹².

KISS sözleşmesinin SAFE sözleşmesine benzeyen türü itibariyle ise birtakım farklılıklardan bahsedilebilir; zira karşılaştırılan iki sözleşme türü de kendine özgü standart içeriğe sahip olan sözleşmelerdir. İki sözleşme arasındaki başlıca fark, SAFE sözleşmesinde paya dönüşüm için kararlaştırılan bir sonraki yatırım şartı herhangi bir miktar olabilecek iken KISS sözleşmesinde sadece 1 milyon dolar tutarındaki yatırım dönüşüm şartını sağlayacaktır⁷¹³.

500 Startups’ı KISS sözleşmesi hazırlamaya yönelten motivasyon, kendi ifadeleriyle, uygulamada şahit oldukları yüzlerce borç sermaye karması sözleşme veya SAFE sözleşmesinin yatırımcı ve girişimci menfaatlerini dengeli bir biçimde korumamasıdır. 500 Startups yatırımcının sözleşme müzakerelerinde girişimciye kıyasla daha güçlü taraf olduğu yönündeki genel algının artık eskidiğini, bazı durumlarda melek yatırımcıların dengesiz hükümlere sahip sözleşmeleri imzalamak zorunda kalabildiğini ifade etmektedir. Bu kapsamda KISS sözleşmesi menfaat dengesi kurmak ve (diğer sözleşmelerde olduğu gibi) yatırım sürecini kolaylaştırmak üzere hazırlanmıştır⁷¹⁴.

Buna rağmen belirtelim ki, üç sözleşme tipi de birbirine benzemektedir. Özellikle somut olay ihtiyacına göre yapılan değişiklikler üç sözleşme tipi arasındaki sınırları iyice belirsiz hale getirebilir. Başlangıçta yatırımcı menfaatlerini koruyan tür, yapılan değişikliklerle yatırımcı menfaatini ihlal eder hale gelebilir veya aynı şekilde girişim şirketi lehine gözüken bir sözleşme şirket için tehlikeli bir hâl alabilir. Sözleşme serbestisi kapsamında bu ihtimaller sonsuza yakındır. Yapılabilecek tek şey, sözleşmenin dikkatlice kontrol ve müzakere edilmesidir.

⁷¹² (Çevrimiçi), <https://500startups.app.box.com/s/bqhdzjvx8x8fsn8s4zlt>, SET 28.11.2022; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, dn. 19; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 10.

⁷¹³ (Çevrimiçi), <https://500startups.app.box.com/s/bqhdzjvx8x8fsn8s4zlt>, SET 28.11.2022; Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, dn. 20; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 10.

⁷¹⁴ Atıf yapılan çevrimiçi kaynağın artık internet adresinde mevcut olmaması sebebiyle naklen bkz. Coyle/Green, **Startup Seed Financing Contracts**, s. 107; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 9.

Bununla birlikte belirtmek gerekir ki, müzakereye başlanırken referans alınan sözleşme tipi, değişiklikler yapılsa bile, nihai sözleşme içeriğini ve kurgusunu büyük ölçüde etkileyecektir; zira sözleşmelerin değişikliği ekstra emek, zaman ve masrafa sebep olmaktadır⁷¹⁵. Bu sebeple müzakerelere başlamadan önce sözleşme tipinin tercihi önemi taşımaktadır.

d. Henüz Diğer Sözleşmeler Kadar Yaygın Kullanılmaması

Borç sermaye karması sözleşme, SAFE ve KISS sözleşmeleri hakkında yapılan bir istatistik çalışması, (i) bu sözleşmelerin genel itibariyle pay karşılığı yatırım kadar yaygın olmadığı, (ii) kendi içlerinde en yaygın olanın borç sermaye karması sözleşme olduğu -ancak girişim sermayesi ekosisteminin geliştiği California’da SAFE ve borç sermaye karması sözleşmelerin kullanımının birbirine yakın olduğu- (iii) KISS sözleşmelerinin ise diğerlerine kıyasla daha az bilindiği ve çok daha az kullanıldığı sonucuna ulaşılmıştır⁷¹⁶.

Ancak bu durumu değerlendirirken anılan sözleşmelerin -özellikle SAFE ve KISS sözleşmelerinin- Amerikan uygulaması için dahi oldukça yeni olduğu unutulmamalıdır. Girişim sermayesi uygulamalarının daha yaygın olduğu bölgelerde mezkûr sözleşmelerin kullanım oranı ve bilinirlik seviyesi artmaktadır. Dolayısıyla ekosistemin büyümesi, ihtiyaçlara cevap veren gerekli yasal düzenlemelerin yapılması ve zamanla bu sözleşmelere alışılmasıyla birlikte, ilerleyen zamanlarda bu oranlar daha da artacaktır.

e. Hukuki Altyapı, Mevcut Düzenlemelerin Değerlendirilmesi ve Öneriler

KISS sözleşmesinin borç sermaye karması niteliğinde olan türü için borç sermaye karması sözleşmelere ilişkin açıklamalarımıza; SAFE sözleşmesine benzeyen türü için ise SAFE sözleşmesine ilişkin açıklamalarımız atıf yapmakla yetiniyoruz.

6. Diğer Erken Aşama Finansman Yöntemleri

⁷¹⁵ Coyle/Green, *Startup Seed Financing Contracts*, s. 118.

⁷¹⁶ Coyle/Green, *Startup Seed Financing Contracts*, s. 110-121; Ayrıca farklı bir çalışma için bkz. Lasicki, *Early Stage Financing*, s. 10 vd.

Sözleşme serbestisi kapsamında kullanılabilecek sözleşmelerin sınırlı bir şekilde sayılması mümkün değildir. Yukarıda yeri geldikçe belirttiğimiz üzere, borç sermaye karması sözleşme ile standart içerikte tasarlanan SAFE veya KISS sözleşmelerinin de içeriklerinin değiştirilmesi ve yeni sözleşmeler yaratılması mümkündür. Örneğin SAFE sözleşmesinin temelinde yer alan “ertelenmiş sermaye yatırımı” düşüncesi, yabancı yatırımcının pay sahipliğine sınırlama getiren ülkelerde yatırım yapan yatırımcılar için “yerli şirket” kurana kadar vakit kazandırmaktadır⁷¹⁷. Bu sebeple somut olay ihtiyacına göre birçok düzenleme ve değişiklik yapılarak çeşitli “ertelenmiş sermaye yatırımı” niteliğinde sözleşmeler üretilmektedir.

Bununla birlikte, yine de zikretmeye değer bulduğumuz ancak diğer sözleşmeler gibi henüz bir “uygulama” sorununa rastlanılmayan girişim sermayesi yatırım yöntemlerine burada toplu olarak yer vermeyi isabetli buluyoruz.

a. Kazanca Dayalı Finansman (“Revenue Based Financing”)

Kazanca dayalı finansman (“revenue based financing”), yatırım yapılan şirketin kazancından kararlaştırılan oranda ve kararlaştırılan şartlarla geri ödemenin öngörüldüğü, film prodüksiyonu, doğalgaz, petrol, ilaç gibi alanlarda uzun zamandır kullanılan değişken geri ödemeli bir borçtur. 2018 yılında TVA isimli bir GSYF tarafından girişim şirketlerinin erken aşama finansmanında 3 kez kullanıldığı ifade edilmektedir⁷¹⁸. Biyoteknoloji ve sağlık girişimlerinde bu yöntemin bir benzeri olan ve şirket gelirinden ziyade spesifik bir ürün veya hizmetin gelirinden pay alınan “royalty based financing” kullanılmaktadır⁷¹⁹. Artık kazanca dayalı finansman sözleşmeleri TVA isimli GSYF öncülüğünde birçok girişim sermayesi yatırımında ve çeşitli kitle fonlaması platformlarında kullanılır hale gelmiştir⁷²⁰. Özellikle mevcut ve potansiyel pay sahiplerinin payında seyrilmeye yol açmaması kazanca dayalı finansmanın fark yarattığı noktalardan biridir⁷²¹.

⁷¹⁷ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 803.

⁷¹⁸ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 790. Örneğin TVA tarafından yapılan yatırımlarda üst düzey yöneticilerden birinin maaşının 100 bin dolar olması veya kâr payı dağıtılması geri ödeme yükümlülüğü için şart olarak öngörülmektedir. Bu konuda bkz. **a.e.**, s. 794; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 16.

⁷¹⁹ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 791 vd.

⁷²⁰ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 792; Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 16.

⁷²¹ Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 16.

Yatırımcı kararlaştırılan kârı (örneğin 2x veya 10x) elde edene kadar ödemeler devam etmektedir. Bu tutara ulaşılmadan önce yatırım alınması halinde, borcun kalan kısmına karşılık ihraç edilecek paylardan belirli oranda pay alma hakkı ve/veya kararlaştırılan bir bedelden pay alım hakkı da öngörülebilmektedir⁷²².

Banka finansmanından farklı olarak genellikle pay sahiplerinin (girişimcilerin) ayrıca kişisel kefaletine başvurulmamaktadır⁷²³. Kazanca dayalı finansman yönteminin; kazanç elde etme potansiyeli olan, çok fazla sermaye gerekmeyen veya yakın zamanda yatırım turuna ihtiyaç duymayan ve paylarının seyrrelmesini istemeyen girişimciler tarafından uygun bir yöntem olduğu ifade edilmektedir⁷²⁴.

b. Kâr Payı Talebi (“Demand Dividend”)

Sürdürülebilirlik gibi sosyal bir sorunun çözümüne odaklanan girişim şirketlerine yapılan “etki yatırımları”, yatırımın geri dönüşü çok yüksek riskler içerse bile, dünyaya ve çevreye katkı sunmak motivasyonu ile yapılabilmektedir; zira amacı sosyal bir etki yaratmak olan bu yatırımlarla “çıkış” veya “ilerideki pay satışı” kavramları amaçsal olarak örtüşmemektedir⁷²⁵. Gerçekten sosyal bir sorunun çözülmesine odaklanan bir yatırımcı, bu çözüm “içerisinde kalmayı” “çıkış yapmaya” tercih edecektir. Bu nitelikteki yatırımlarda girişim şirketinin kazancına dayalı geri ödeme öngören çeşitli yöntemler kullanılmaktadır.

Bu yöntemlerden biri, başlangıçta kararlaştırılan -10 ve 24 ay arasında değişen- “tatil periyodunun” tamamlanmasıyla birlikte, yatırımcıya geçici bir süre için tahsis edilen paylar aracılığıyla kâr payı dağıtmak ve bu suretle şirket kazancına endeksli geri ödeme sağlayan kâr payı talebi (“demand dividend”) sözleşmeleridir. Borcun kararlaştırılan getiriye karşılayacak şekilde (örneğin 2x) geri ödenmesini takiben, ilgili pay şirket tarafından geri alınmaktadır⁷²⁶. Buna ek olarak, yatırımcının yatırımından beklediği geri dönüşü, girişim şirketinin malvarlığı izin verdiği ölçüde,

⁷²² Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 793.

⁷²³ Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 793.

⁷²⁴ Lasicki, *Early Stage Financing*, s. 16.

⁷²⁵ Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 796.

⁷²⁶ Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 796 vd.

garanti altına almak için her halde belirli bir süre (örneğin 7 yıl) sonunda girişim şirketine pay geri alım yükümlülüğü öngörülmesi mümkündür⁷²⁷.

c. Girişim Borcu (“Venture Debt”)

Erken aşama girişimler dahil olmak üzere girişim şirketlerine, çeşitli bankaların girişim borcu (“venture debt”) verdiği görülmektedir. Burada normal bir banka kredisinde görülenin aksine, girişim şirketinin mevcut malvarlığından değil; yatırım aldığı GSYF ve GSYO’lardan doğan bir güven bulunmaktadır⁷²⁸. Dolayısıyla henüz böyle bir yatırımcıyla anlaşmayan girişimler için girişim borcu yöntemi uygun görünmemektedir. Esasen başlıca iki uygulama alanı, yatırım turları arası “köprü finansmanı” sağlamak veya yatırım turuna eşlik etmektir⁷²⁹. Girişim sermayesi yatırımlarında, girişim borcuna başvurulma sıklığı ve girişim borcu miktarlarının 2020 yılı itibarıyla artış gösterdiği ifade edilmektedir⁷³⁰.

Genellikle %10 ile %15 arası faiz ve 2 ile 3 yıl arası vadeyle geri ödeme kararlaştırılmakta ve buna ek olarak verilen borcun yaklaşık %10’u tutarında “pay alım hakkı” kararlaştırılmaktadır⁷³¹. Borç sermaye karması sözleşmelerden farklı olarak borcun paya dönüşmesi söz konusu değildir. Diğer bir deyişle, yatırımcı pay alım hakkını kullandığı takdirde hem borcun geri ödemesini talep edebilecek hem de pay sahibi olacaktır. Burada opsiyonlu tahvil ile paya dönüştürülebilir tahvil arasındaki ilişkiye benzer bir durum bulunmaktadır.

d. Sadeleşmiş Pay Karşılığı Yatırım

Yukarıda açıkladığımız üzere, borç sermaye karması sözleşmelerle başlayan girişim sermayesi yatırımlarında sadeleşme süreci pay karşılığı yatırımları da etkilemiştir. Girişim sermayesi yatırımcıları, sözleşme içeriği ve imtiyazlar bakımından sadeleşmiş pay karşılığı yatırımları özellikle erken aşama girişim sermayesi yatırımlarında tercih edebilmektedir. Yine yukarıda ilgili başlıkta açıkladığımız üzere, “sadeleşmiş pay karşılığı yatırım” uygulaması kendi içerisinde içerik anlamında bir standart oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle, sadeleşmiş pay

⁷²⁷ Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 798.

⁷²⁸ Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 798 vd.

⁷²⁹ Lasicki, *Early Stage Financing*, s. 5.

⁷³⁰ Lasicki, *Early Stage Financing*, s. 11.

⁷³¹ Bernthal, *Entrepreneurial Finance*, s. 799; Bkz. ve karş. Lasicki, *Early Stage Financing*, s. 5.

karşılığı yatırım ile kastedtiğimiz yatırımlarda hangi imtiyazlara, hangi detaylarla başvurulacağı çoğu durumda benzerlik arz etmektedir.

e. ICO ve Kitle Fonlaması

Yukarıda açıkladığımız üzere, ICO ve kitle fonlaması da girişim şirketlerinin erken aşama finansman yöntemleri arasına dahil olmuştur. Buna karşılık 2017 ve 2018 yılında ICO ile toplanan yatırım tutarı, kitle fonlamasının neredeyse 50 katı iken 2019 yılı itibariyle ICO ile toplanan yatırım tutarında %95'e varan bir erime görülmüştür⁷³².

f. NFT

Nitelikli fikri tapu şeklinde bir Türkçe karşılık kazanan⁷³³, uygulamada “non fungible token” olarak bilinen NFT'ler sayesinde elde edilen “royalty” gelirleri de girişim şirketleri için bir finansman kaynağı teşkil edebilmektedir. Buna ek olarak NFT'ler tokenizasyon projelerinde de finansman kaynağı olarak kurgulanabilmektedir.

7. Yeni Bir Sınıflandırma Önerisi

Hukuki kavram ve müesseselerin incelenmesinde sınıflandırma metoduna başvurulması sık görülen bir tercihtir. Bu sınıflandırmalar genellikle hukuki bir sonuca yönelmektedir. Örneğin borç sermaye karması sözleşmeyi henüz paya dönüşmediği dönem itibariyle “borç” olarak tanımlamak onun tasfiyede öncelik kazanması sonucuna işaret etmektedir. Benzer şekilde, menkul kıymet olarak sınıflandırma yapılması ilgili işlemi sermaye piyasası mevzuatı kapsamına sokmaktadır. Bununla birlikte bazı hallerde sınıflandırma doğrudan hukuki sonuca yönelmese dahi ilgili alt başlıkların benzerlik ve farklılıklarını birarada aktarmak suretiyle karmaşık konuların içinden çıkmaya yaramaktadır.

Klasik şirket finansmanına (“corporate finance”) ilişkin literatürde şirketin finansman için başvurabileceği yöntemler (i) şirketin kendi nakit akışı (“cash flow”) sayesinde fon bulması, (ii) borçlanma veya (iii) sermaye taahhüdü yoluyla dış

⁷³² Lasicki, **Early Stage Financing**, s. 15 vd.

⁷³³ (Çevrimiçi), <https://cbddo.gov.tr/haberler/6354/nft-nin-turkce-karsiligi-belli-oldu>, SET 29.11.2022.

sermaye sağlamaktır⁷³⁴. Dolayısıyla dışarıdan fon bulmanın temel yolu borçlanmak veya sermaye artırımını yapmaktır. Çoğu durumda borç veren “alacaklı”, sermaye taahhüt eden “yatırımcıya” kıyasla daha az riskli bir işlem gerçekleştirmektedir.

Girişim şirketleri henüz yeterli kârlılığa sahip olmadığından nakit akışı (“cash flow”) yaratmakta güçlük çekmekte ve ekip kurmak, araştırma yapmak, piyasaya ulaşmak gibi başlangıç faaliyetlerini sürdürebilmek için diğer iki yönetme başvurmak durumunda kalmaktadır. Bununla birlikte, işlemin diğer tarafı için “teoride” daha az riskli gözüken borçlanma yönteminin konu girişim şirketi olduğunda pratikte “daha az riskli” olmadığı; bilakis kazançtan yoksun olan girişim şirketlerinin borçlanma bakımından daha fazla risk taşıdığı görülmektedir⁷³⁵. Kanaatimizce borç sermaye karması sözleşmelerde tarafların borcun geri ödenmesinden ziyade “ertelenmiş sermaye yatırımı” yapma şeklindeki ortak iradesi de bu durumdan kaynaklanmaktadır.

Bu duruma çözüm olarak yukarıda detaylıca açıkladığımız üzere, girişim şirketlerinin -özellikle erken aşama- finansmanında tercih edilen yeni finansman yöntemleri kullanılmaya başlanmıştır. Ancak yine açıklamalarımızda görüleceği üzere, bu finansman yöntemlerinin çoğu borç veya sermaye ayırımına tam olarak uygun düşmemektedir. Bu sebeple henüz pratik bir sonucu olmamakla birlikte, bu yeni yöntemleri daha isabetli olarak açıklayan bir sınıflandırma önerilmiştir⁷³⁶.

Buna göre bazı finansman yöntemleri yatırımcıyı kilitlemektedir (lock-in). Bu yöntemde yatırımdan ne zaman getiri elde edileceği belirsizdir. Getiri şirketin yüksek değerlemelere ulaşmasına ve sonrasında ilgili payların likidite kazanarak yatırımcının çıkış yapmasına bağlıdır. Bu süre genellikle 5 ile 8 sene arası değişmektedir. Bu türü pay karşılığı yapılan yatırımlar oluşturmaktadır. Bazı finansman yöntemlerinde ise park et ve devam et (park-n-ride) olarak kavramlaştırılan bir yapı bulunmaktadır. Şöyle ki, yapılan yatırım yatırım tarihinde değil ancak ileride gerçekleştirilecek bir pay sahipliğini hedeflemektedir. Dolayısıyla yatırımdan sonra belirli bir süre pay sahipliği haklarının söz konusu olmadığı ve bu dönemdeki ilişkinin sözleşme hükümlerine göre şekillendiği bir süreç bulunmaktadır.

⁷³⁴ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 786.

⁷³⁵ Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 787.

⁷³⁶ Öneri için bkz. Bernthal, **Entrepreneurial Finance**, s. 828 vd.

Borç sermaye karması sözleşme, SAFE, KISS vb. sözleşmeler bu türün örnekleridir. Genellikle “ertelenmiş sermaye yatırımı” kurgusu bulunmakta ve bu suretle değerlendirme yapılması daha sonraki bir aşamaya ertelenmektedir. Ancak dönüşümde değerlendirme sınırı gibi hükümlerle “gölge değerlendirme” (shadow valuation) yapılması da söz konusu olmaktadır. Yatırımın getirisi 5 ile 8 sene içerisinde görülmektedir. Son olarak bazı finansman yöntemlerinde ise bu şekilde bir “belirsizlik” bulunmamakta ve yatırımın getirisi kazanç, kâr veya diğer kriterlere bağlanmaktadır. Bu tür ödeme (payout) olarak anılmaktadır. Girişim borcu, kazanç dayalı finansman, kâr payı talebi gibi sözleşmeler bu türe uygun düşmektedir. Bu yöntemlerde yatırımın geri dönüşü “ödeme güçlüğü” riski haricinde daha yüksek bir belirlilik arz etmektedir.

Normal şartlar altında, pratik sonucu olmayan ayırım ve açıklamalara, dolayısıyla sınıflandırma önerilerine, iştirak etme gereği görülmeyebilir. Bununla birlikte, girişim sermayesi finansman yöntemleri bakımından borç ve sermaye ayırımının yetersiz geldiği ve bu ayırımı dogmatik bir şekilde devam ettirmenin yanlış anlaşılmalara yol açabileceği görülmektedir. Bu sebeplerle bu yeni sınıflandırma önerisine, “yeni finansman yöntemlerini” daha iyi anlatabilmek ve ilerleyen zamanlarda öğretilde geliştirilmek üzere yer vermeyi isabetli buluyoruz.

IV. Uygulamada Karşılaşılan Diğer Sorunlar

A. Ayni Sermaye Taahhüdü

TK m. 127 hükmünde ticaret şirketlerine sermaye konabilecek olan unsurlar genel olarak belirtilmiştir. Takiben anonim şirketler bakımından üzerlerinde sınırlı ayni bir hak, haciz ve tedbir bulunmayan, nakden değerlendirilebilen ve devrolunabilen, fikrî mülkiyet hakları ile sanal ortamlar da dâhil, malvarlığı unsurlarının ayni sermaye olarak konulabileceği ancak hizmet edimleri, kişisel emek, ticari itibar ve vadesi gelmemiş alacakların ayni sermaye olarak kabul görmeyeceği düzenlenmiştir (TK m. 342).

Ayni sermaye, nakden değerebilirlik ve devrolunabilirlik özelliklerini taşıyan, kanunda sermaye olarak taahhüdüne izin verilen nakit dışı sermaye unsurlarını ifade etmektedir⁷³⁷. Bir sermaye unsurunun “ayni sermaye” özelliği taşımasının Türk hukuku bakımından pratik sonucu, özellikle TK m. 343’te yer alan değerlendirme prosedürü başta olmak üzere bazı özel hükümlere tabi olmasıdır. Ancak aşağıda ifade edileceği üzere, değerlendirme prosedürü girişim şirketleri bakımından uygulamada çeşitli sorunlara yol açmaktadır. Nitekim girişim sermayesine ilişkin düzenleme yapan çoğu ülke girişim şirketlerindeki ayni sermaye taahhütleri için özel hükümler öngörmüştür.

1. Ayni Sermaye Olarak Fikri ve Sınai Haklar⁷³⁸

Yukarıda çeşitli başlıklarda ifade ettiğimiz üzere, girişim şirketlerinin başlıca ve en önemli malvarlığı “fikirdir”. Girişimciler bu “fikri” ekonomik bir değere dönüştürmek amacıyla yola çıkar. Bunu başarmak için özellikle yukarıda süreçlerini ve yöntemlerini açıkladığımız yatırımlara ihtiyaç duyulmaktadır.

Girişimciler potansiyel yatırımcılara fikir hakkında sunumlar gerçekleştirmektedir. Girişimci gerek sunum yaptığı yatırımcıların gerekse de herhangi bir üçüncü kişinin kendisine ait olan fikri “çalmaması” için niteliğine göre çeşitli fikri ve sınai hakların korumasına ihtiyaç duymaktadır. Aynı şekilde

⁷³⁷ M. Halil Çonkar, *Anonim Ortaklıkta Ayni Sermaye*, Onikilevha Yayıncılık, İstanbul, 2016, s. 36 ve s. 41.

⁷³⁸ Bu konuda detaylı bir çalışma için bkz. Fülürya Yusufoglu, *Anonim Şirketlerde Gayri Maddi Hakların Sermaye Olarak Konulması*, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2016.

potansiyel rakiplerden önce bu hakları elde etmek girişimci için zaruridir. Bu bakımdan fikrin niteliğine göre “fikir ve sanat eseri”, “patent” veya “faydalı model” korumasından faydalanılması mümkündür.

Örneğin bilgisayar programları, yazılımlar (software) ve veritabanları, hususiyet içerdiği takdirde 5846 sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu (“FSEK”) korumasından faydalanmaktadır⁷³⁹. Gerçekten FSEK m. 2/1 b.1 uyarınca “*her biçim altında ifade edilen bilgisayar programları ve bir sonraki aşamada program sonucu doğurması koşuluyla bunların hazırlık tasarımları*” eser kabul edilmektedir. Ancak belirtelim ki, FSEK m. 2/2 uyarınca “*arayüzüne temel oluşturan düşünce ve ilkeleri de içine almak üzere, bir bilgisayar programının herhangi bir ögesine temel oluşturan düşünce ve ilkeler eser sayılmazlar*”. Veritabanları ise FSEK m. 6/1 b. 11 uyarınca derleme eser olarak kabul edilmektedir.

İlaç, çevre kirliliğine çözüm, veri depolanması, enerji tasarrufu gibi sorunlara çözüm getiren yöntem veya araçlar ise şartları bulunduğu takdirde “buluş” niteliği kazanmakta ve patent hakkı ile korunmaktadır⁷⁴⁰. Yazılımın (software) aksine donanım (hardware) patent hakkıyla korunmaktadır⁷⁴¹.

Faydalı model ise incelemesiz olarak, patente kıyasla çok daha kolay bir şekilde elde edilebilen, “küçük buluşa” konu olan ancak patente kıyasla daha sınırlı koruma sağlayan ve girişim şirketleri tarafından sıklıkla başvurulanan bir haktır. Patentten farklı olarak faydalı modele konu yeniliğin, tekniğin bilinen durumunu aşması şartı aranmamaktadır⁷⁴².

Patent veya faydalı model haklarının bizatihi kendisinin yahut belirli şartlar altında ilgili lisansın aynı sermaye olarak taahhüt edilmesi mümkündür⁷⁴³ (TK m. 127 ve m. 342). Yine eser bakımından mali hakların veya ilgili hakkın kullanımına dair ruhsatların aynı sermaye olarak taahhüt edilmesi mümkündür⁷⁴⁴.

2. Aynı Sermaye Olarak Alacak Hakkı

⁷³⁹ Ünal Tekinalp, **Fikrî Mülkiyet Hukuku**, 5. bs., Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2012, s. 8.

⁷⁴⁰ Örnekler için bkz. Tekinalp, **Fikrî Mülkiyet**, s. 529.

⁷⁴¹ Uğur Çolak, **Türk Patent Hukuku**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2022, s. 230.

⁷⁴² Tekinalp, **Fikrî Mülkiyet**, s. 733; Çolak, **Patent Hukuku**, s. 1172.

⁷⁴³ Lisans hakkının sermaye niteliğinin tartışmalı olduğu hakkında bkz. Çonkar, **Aynı Sermaye**, s. 126 vd.

⁷⁴⁴ Çonkar, **Aynı Sermaye**, s. 135.

Alacak hakları, konusu para olsa dahi nakdi sermaye olarak kabul edilmemektedir⁷⁴⁵. Girişim şirketleri bakımından alacakların aynı sermaye olarak taahhüdü uygulamada özellikle borç sermaye karması sözleşmelerin ifası için kullanılmaktadır. Borç sermaye karması sözleşmelerde yatırımcının borç olarak gözüken yatırımı alacak hakkı teşkil etmektedir. Yine alınan pay edindirme uygulaması kapsamında çalışanların işçilik alacaklarını taahhüt etmesi de ihtimal dahilindedir.

3. Değerleme Sorunu

Yukarıda belirtildiği gibi “aynı sermaye” niteliğinin doğurduğu en önemli pratik sonuç bu sermaye unsurlarının TK m. 343’te öngörülen değerlendirme usulüne tabi olmasıdır. Değerlemeye başvurulma sebebi, açılış bilançosu dahil olmak üzere, bilançolarda şirket malvarlığının “para değerinden” gösterilmesine duyulan ihtiyaçtır⁷⁴⁶. Değerleme sonucunda sabit ve kesin bir sonuca ulaşılması mümkün değildir; sonucu etkileyen çok fazla faktör ve değerlendirme yöntemi bulunmaktadır⁷⁴⁷. Bu sebeple değerlendirme sonucunda “en muhtemel değere” ulaşılması hedeflenmektedir.

Şu hâlde, değerlendirme sonucunda “küçük” farklarla gerçek değerden aşağı ya da yukarı sapmaların olması tabiat gereğidir. Ancak bu sapmaların “küçük” farkları aşması halinde sorunlar baş göstermektedir⁷⁴⁸. Özellikle şirketin alacağı yatırım miktarı, girişimci ve yatırımcının pay oranları ve pay bedelleri, yapılacak değerlemeden doğrudan etkilenebilmektedir⁷⁴⁹. Örneğin değerlemenin olduğundan

⁷⁴⁵ TEKİNALP(Poroy/Çamoğlu), **Ortaklıklar I**, n. 487a; Çonkar, **Aynı Sermaye**, s. 164.

⁷⁴⁶ Çonkar, **Aynı Sermaye**, s. 316.

⁷⁴⁷ Çonkar, **Aynı Sermaye**, s. 321; European Commission, **Final Report from the Expert Group on Intellectual Property Valuation**, (Çevrimiçi), https://www.pure.ed.ac.uk/ws/portalfiles/portal/18765027/Expert_Group_Report_on_Intellectual_Property_Valuation_IP_web_2.pdf, SET 09.12.2022, s. 5 ve s. 12; Ayrıca örneğin Blackberry’ye yapılan stratejik birliktelik başvurularında söz konusu olan patentlerin toplam değerinin 2 ile 5 milyar dolar arasında değiştiği, diğer bir deyişle 3 milyar dolarlık bir hesap farkının söz konusu olduğu hakkında bkz. **a.e.**, s. 12.

⁷⁴⁸ Aşırı veya gereğinden düşük değerlendirme hallerinde mevcut hükümler kapsamında yapılabilecek hususlar için bkz. Çonkar, **Aynı Sermaye**, s. 351 vd.

⁷⁴⁹ Ancak belirtelim ki, nihayetinde yatırımcı fikri haklara değil, şirketin kendisine yatırım yapmaktadır. Bu sebeple fikri hakkın değeri göz önüne alınmakla birlikte yatırımcı kararı için belirleyici rol oynamamaktadır. Bu yönde bkz. European Commission, **Final Report from the Expert Group on Intellectual Property Valuation**, s. 6 ve s. 24 vd. Ayrıca bazı yatırım bankaları ve özel sermaye fonlarının (private equity) duruma göre doğrudan fikri hakkın kendisine de yatırım yapabildiği hakkında bkz. **a.e.**, s. 25.

çok daha düşük olması, yatırımcının şirketi yatırım yapmaya değer bulmamasına yol açabileceği gibi yatırım yapıldığı takdirde girişimcinin payının daha çok seyrelmesine de yol açabilir. Yine gereğinden fazla bir değerlendirme, yabancı yatırımcı nezdinde, “yanlış anlaşılmalara” ve “niyet sorgulamalarına” yol açabilir.

Bu bakımdan belirtelim ki, fikri hakların değerlemesi yüksek seviyede uzmanlık gerektiren ve kendi içinde ayrıca zorluklar barındıran bir alandır. TK m. 343 uyarınca mahkeme tarafından atanan bilirkişilerin uygulamada girişim şirketlerinin sahip olduğu “fikri hakların” değerlemesini yaparken zorluk yaşadığı görülmektedir⁷⁵⁰. Gerçekten söz konusu “girişim şirketi” olduğunda ilgili fikri hakkın değerinin ne kadar olduğu tam olarak tespit edilememektedir. Esasen bu durum aynı zamanda girişim şirketlerine yapılan yatırımların “riskli” olma sebeplerinden biridir. Öte yandan anonim şirketlerde aynı sermaye değerlendirme prosedürünü düzenleyen TK m. 343 gerek düzenleniş biçimi itibarıyla⁷⁵¹ gerekse de uygulamada sürecin gereksiz yere uzamasına yol açması sebebiyle eleştiri konusu olmaktadır. Örneğin borç sermaye karması sözleşmeler bakımından yatırımcının alacak hakkı sermaye taahhüdüne konu edilirken bilirkişi tayini için mahkemeye başvurma zorunluluğu, hız ve dinamikliğe ihtiyaç duyan bir işlemi gereğinden fazla uzatmaktadır. Bu durumun uygulamada özellikle yabancı yatırımcıya izahı güç olmaktadır. Gerçi bu durum yukarıda ifade edildiği üzere, Ticaret Bakanlığı genelgesiyle pay sahibi olan yatırımcı için kolaylaştırılmıştır. Ancak konu hem “normlar hiyerarşisi”⁷⁵² hem de pay sahibi olmayan yatırımcılar bakımından sorun olmaya devam etmektedir.

4. Değerlendirme ve Öneriler

⁷⁵⁰ Fikri hakların değerlemesi bakımından çeşitli yöntem ve düzenlemeler hakkında bkz. European Commission, **Final Report from the Expert Group on Intellectual Property Valuation**, s. 14 vd.; ICC **Fikri Mülkiyet Yol Haritası**, (Çevrimiçi), <https://icc.tobb.org.tr/docs/2021/iproadmap2020turpagesint.pdf>, SET 09.12.2022, s. 30 vd.

⁷⁵¹ Örneğin “*şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilir*” şeklindeki hükmün kuruluş aşamasında şirketlere ne şekilde uygulanacağı belirsizdir. Henüz kabul edilen bir esas sözleşme bulunmadığına göre yetki hükmünün kadük olduğu ve HMK m. 384 uyarınca çekişmesiz yargı işlerine ilişkin genel hükümlerin uygulanması önerilmektedir. Bu konu ve hükümden kaynaklanan diğer sorunlar hakkında detaylı bilgi için bkz. Çonkar, **Ayni Sermaye**, s. 322 vd.

⁷⁵² TK m. 343 hükmü ile anılan genelge arasındaki farklılığın normlar hiyerarşisi bakımından sorunlu olduğu hakkında bkz. Çonkar, **Ayni Sermaye**, s. 173.

Yukarıda asgari sermaye sorununa ilişkin yaptığımız açıklamalarda karşılaştırmalı hukuka yer verirken şirket “sermayesinin” alacaklıların güvencesi olduğu yönündeki anlayışın yavaş yavaş terk edildiği ve asgari sermaye kurallarının kaldırılarak yönetim kurulu üyelerinin uygunluk beyanı vermesi gibi alternatif tedbirler alındığını ifade etmiştik.

Asgari sermaye zorunluluğunun kaldırıldığı veya büyük ölçüde esnetildiği bir girişim şirketi tipi önerimiz kuruluş bakımından aynı sermayeye başvurma ihtiyacını da dolaylı olarak kaldıracaktır. Ancak hemen yukarıda yer verdiğimiz sorunlar, şirket kuruluşundaki asgari sermaye meselesini aşmaktadır. Girişimci yatırım almak için sahip olduğu fikri hakları girişim şirketinde sermaye olarak bulundurmak zorunda kalmaktadır. Fikri hakların devrine ilişkin sözleşmelerden kaynaklanan vergisel sorunlar da uygulamada bu hakların en baştan sermaye olarak konulması ihtiyacını yaratmaktadır. Yine mevcut uygulama itibarıyla borç sermaye karması sözleşmelerde yatırımcının alacak hakkının sermaye olarak taahhüdü söz konusu olmaktadır. Gerçi bu durum Ticaret Sicili genelgeleriyle pay sahibi olan yatırımcı lehine esnetilse de sorun çözülmemektedir. Zira Genelge pay sahibi olmayan yatırımcılar için bir kolaylık sağlamadığı gibi yatırımcı nezdinde “normlar hiyerarşisinden” kaynaklanan bir belirsizlik yaratmaktadır. Özellikle yabancı yatırımcı yatırım yaparken mümkün oldukça “belirsizliklerden” kaçınmaktadır.

Kanaatimizce Genelge ile getirilen çözümü “girişim şirketleri” özelinde ilk olarak en azından “fikri ve sınai hakların değerlemesi” ve ayrıca düzenlemeye konu edilecek olan erken aşama finansman sözleşmeleri kapsamında yatırımcıların “alacak haklarının” değerlemesine genişletmek isabetli olacaktır. Diğer bir deyişle, girişim şirketlerinde aynı sermaye unsuru olarak “fikri ve sınai hak” veya “alacak hakkı” taahhüt edilirken yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir raporu alınarak yapılacak bir değerlendirme yeterli görülmelidir. Öte yandan bu düzenleme ikincil mevzuata bırakılmamalı ve doğrudan kanun metninde yer almalı; “normlar hiyerarşisi” kaynaklı bir belirsizliğe izin verilmemelidir. Bu düzenleme yapılırken tedbir olarak, ilgili uzman mali müşavirler için ayrıca uzmanlık kriterleri veya sorumluluk hükümleri öngörülebileceği gibi yönetim kurulu üyelerinden sorumluluk beyanı alınması düşünülebilir.

Buna ek olarak belirtelim ki, girişim şirketi tipi ve girişim sermayesi uygulamasının dinamikleri uygulamada karşılaşılabilecek riskleri büyük ölçüde önleyici niteliktedir. Öncelikle, özel bir girişim şirketi tipi ihdas edildiği takdirde ticaret unvanında yer alacak bu ifade sayesinde üçüncü kişiler “uyarılmış” olacaktır. Ancak daha önemlisi, girişim sermayesi yatırımcıları bakımından değişen pek bir şey olmayacaktır. Şöyle ki, GSYF veya GSYO gibi kurumsal yatırımcılar esasen “mahkeme tarafından atanan bilirkişinin değerlemesini” pek dikkate almamakta, bunun yerine doğrudan kendisi değerlendirme yaptırmayı tercih etmektedir. Bu noktada görüleceği üzere pratikte yine mali müşavirlerden alınan bir rapor belirleyici olmaktadır. Kaldı ki, masraftan kaçınmayan GSYF ve GYSO, en yüksek kalitede hizmet veren mali müşavirlerle çalışacaktır. Bununla birlikte, yüksek miktarda fonları idare eden ve yıllardır bu alanda çalışan profesyonel GSYF ve GYSO’lar mali müşavir raporunun gerçeklik arz edip etmediğini “bir bakışta” anlayabilecek tecrübeye sahiptir. Zira aksi takdirde, kendi yatırımcılarına karşı da sorumluluk riski taşımaktadır. Aynı zamanda, bu durumda değerlendirme GSYF ve GYSO’ların tercih ettiği ve önemseydiği kriterlere/yöntemlere göre yapılmış olmaktadır.

Şu halde, melek yatırımcılar bakımından bir nebze riskin söz konusu olduğu söylenebilir. Ancak melek yatırımcılar için de “ertelenmiş sermaye yatırımı” niteliği taşıyan yukarıda açıkladığımız yöntemler teşvik edildiği takdirde bu sorun aşılmış olacaktır; zira yapılan yatırım bir sonraki aşamada yatırım yapacak olan GSYF ve GYSO’ların yapacağı değerlemeyi esas alır hale gelmektedir.

Son olarak belirtelim ki, girişimcinin kötü niyetle gereğinden yüksek veya düşük değerlendirme yaptırması, “kendi ayağına sıkması” anlamına gelecektir; zira güven bir kere kayboldu mu potansiyel yatırımcılara ulaşmak ve yatırım almaya devam etmek imkânsız hale gelecektir. Özellikle girişim sermayesi yatırımcıları arasında ağ etkisinin (“network”) çok kuvvetli olması, böyle bir hata yapan girişim şirketinin potansiyel yatırımcılarından uzaklaşmasıyla sonuçlanacaktır. Diğer şirketler bir yana, girişim şirketlerinin yatırım olmadan hedefine ulaşması pek mümkün olmadığından bu durum da olası riskler bakımından uygulamadan kaynaklanan “doğal” bir önlem olarak zikredilebilir.

Bu bakımdan Hollanda hukukunda da benzer yönde ancak daha ileri gidilerek aynı sermaye değerlemesinin bizzat şirket tarafından yaptırılmasına ve ayrıca bir

denetçiye gerek olmadığına ilişkin düzenleme yapıldığını örnek olarak belirtelim⁷⁵³. Buna karşılık, tam tersi yönde girişim şirketlerinde aynı sermayenin tamamen yasaklandığı örneklerin de bulunduğunu vurgulayalım⁷⁵⁴. Ancak her düzenlemeyi kendi dinamikleri içinde değerlendirmek gerekmektedir. Örneğin Alman girişim şirketi (UG) için aynı sermaye yasaklanmışken girişim şirketinin limited şirkete ilişkin gereklilikleri sağlaması halinde -ayrıca dönüşüm gibi bir işlem gerekmeksizin- girişim şirketine uygulanan bu tarz özel sınırlamalar sona ermektedir.

Aynı zamanda bu konuda yapılacak düzenlemelerde vergi politikası gözetilerek birlikte bir değerlendirme yapılmalı, “değerleme hileleriyle” verginin aşınmaması için gerekli önlemler alınmalıdır.

B. TK m. 376 Hükmünden Kaynaklanan Sorunlar (Sermaye Kaybı ve Borca Batıklık)

TK m. 376 hükmünün birinci ve ikinci fıkralarına göre, “(1) Son yıllık bilançodan, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının yarısının zarar sebebiyle karşılıksız kaldığı anlaşılırsa, yönetim kurulu, genel kurulu hemen toplantıya çağırır ve bu genel kurula uygun gördüğü iyileştirici önlemleri sunar. (2) Son yıllık bilançoya göre, sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının üçte ikisinin zarar sebebiyle karşılıksız kaldığı anlaşıldığı takdirde, derhâl toplantıya çağrılan genel kurul, sermayenin üçte biri ile yetinme veya sermayenin tamamlanmasına karar vermediği takdirde şirket kendiliğinden sona erer.” Anılan maddelerin uygulanmasına ilişkin tartışmalar Ticaret Bakanlığı tarafından çıkarılan 30536 sayılı ve 15.09.2018 tarihli RG’de yayımlanan 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanununun 376 ncı Maddesinin Uygulanmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ ile aşılmaya çalışılmış ancak bu sefer de “normlar hiyerarşisi” tartışması gündeme gelmiştir. Bu tartışmaların detayına girmeksizin, söz konusu tebliğin TK m. 376 kapsamına giren bir şirkette doğrudan sermaye artırımının yapılmasının mümkün olup olmadığı veya

⁷⁵³ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 195.

⁷⁵⁴ Örneğin Alman girişim şirketi tipi UG bakımından aynı sermaye kabul edilmemektedir (Alman Pay Senetli Ortaklıklar Kanunu m. 5a/2).

öncesinde sermaye azaltımı gerekliliği bulunup bulunmadığı gibi sorunlara yöneldiğini belirtmekle yetinelim⁷⁵⁵.

TK m. 376/1 ve m. 376/2 düzenlemelerinin girişim şirketleri bakımından sorun yarattığı başlıca konu, hükmün girişim şirketlerinin doğasını gözardı etmesidir. Şöyle ki, çalışmamızın çeşitli bölümlerinde detaylıca açıklandığı üzere, girişim şirketleri düşük sermayelerle faaliyetine başlayan ve yeni yatırım alana kadar mevcut sermayesini kullanan şirketlerdir. Bu durumda uygulamada girişim şirketlerinin ilk dönemlerinde ister istemez TK m. 376 hükmü kapsamına girmesi gerçeğine bir sorun olarak rastlanılmaktadır. Nitekim bu açıdan İtalya’da girişim şirketlerinin yapısına daha uygun düşen düzenlemeler yapılması önerilmektedir⁷⁵⁶. Benzer şekilde - doktrinde endişeyle yaklaşılacakla birlikte- söz konusu hükümlerin Belçika’daki “girişim şirketi” tipine uygulanmadığı görülmektedir⁷⁵⁷.

Hal böyle olunca, girişim şirketlerinin çoğu zaman TK m. 376 hükmünün kapsamına girdiği görülmektedir. Bu durumun özellikle yabancı yatırımcıya izahı güç olabilmektedir; zira hukuki inceleme raporunda “borca batık” veya “özel tedbirler” uygulanmasını gerektiren bir şirket görünmektedir. Ancak daha önemlisi TK m. 376 kapsamında doğrudan sermaye artırımı yapma imkanına sahip olup olmadığı tartışmalı bir şirket bulunmaktadır. Gerçi Tebliğ hükümleri ile bu tartışmanın önüne geçilmeye çalışılmıştır. Ancak Tebliğ beraberinde “normlar hiyerarşisi” tartışmasını getirerek yine “hukuki belirsizliği” sürdürmektedir. TK m. 376 kapsamına giren bir girişim şirketinin doğrudan sermaye artırımı yapamaması, sermaye yatırımı alamaması anlamına gelmektedir. Borç sermaye karması sözleşmeler başta olmak üzere “ertelenmiş sermaye yatırımları” kanaatimizce yatırımcısına girişim şirketinin mali yapısını düzelterek yatırım alacak duruma gelmesine kadar olan süreç bakımından bu belirsizlik karşısında önemli bir çözüm teşkil etmektedir.

⁷⁵⁵ Tebliğe ve normlar hiyerarşisi tartışmalarına ilişkin detaylı incelemeler için bkz. Soykan, **Sermaye Artırımı**, s. 337 vd.; Ayrıca bu konuda örnek ve toplu başka bir çalışma olarak bkz. “Ticaret Bakanlığı’nın TTK 376 Hükmünün Uygulama Esaslarına İlişkin Tebliğinin Üçte İki Sermaye Kaybı Halinde Doğrudan Sermaye Artırımı Yapılabilmesine İmkan Tanıyan Hükümleri Üzerine Düşünceler”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, C: 6, S: 1, 2020, s. 142-153; Herhangi bir sorun bulunmadığı yönünde bkz. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, s. 291 vd.

⁷⁵⁶ Giudici/Agstner, **Startups**, s. 616.

⁷⁵⁷ Bartolacelli, **Capital-less Companies**, s. 208.

Kanaatimizce en azından girişim şirketleri özelinde hükmün gözden geçirilmesi ve yatırım almak amacıyla yapılacak doğrudan sermaye artırımlarının hükmün kapsamına girmediği ifadesinin kanunla düzenlenmesi yerinde olacaktır.

Yeri gelmişken Avrupa’da girişimciler bakımından iflas hükümlerinin esnetilmesi ve girişimcilere iflas halinde “ikinci bir şans verilmesi”, yeni finansmana engel olmayan yeniden yapılandırma, iyi niyetli girişimcilerin belirli borçlardan kaynaklanan sorumluluğunun belirli (görece kısa) bir sürede sona ermiş sayılması, devlet tarafından gerekli önlemler için danışmanlık desteği veya vergiyle ilgili kolaylıklar sağlanması gibi bir yönelim olduğunu da belirtelim⁷⁵⁸. Buna ek olarak sınırlı sorumluluğa sahip bir şirket tipinde, banka veya diğer finansal kuruluşların girişimciyi sorumlu tutabilmek amacıyla talep etmesi sebebiyle girişimcinin ayrıca şahsi teminat sunduğu haller de girişimcinin sorumluluğunun sona ermesine ilişkin yapılacak düzenlemeler kapsamında değerlendirilmektedir⁷⁵⁹. Belirtmek gerekir ki, iflas hukuku kapsamındaki yaptırımlar ne kadar ağır olursa, girişimcilerin girişimde bulunmasının o kadar zor olduğu ve yine iflas kuralları ne kadar liberallik arz ediyorsa yatırımcı talebinde o kadar artış olduğu ifade edilmektedir⁷⁶⁰.

C. Girişim Şirketlerine Yapılan Yatırımlarda Rekabet Kurulu İzni

1. Uygulamada Sık Kullanılan İmtiyazlar ve “Ortak Kontrol”

⁷⁵⁸ Örneğin bkz. 14.03.2014 tarihli ve 2014/135/EU sayılı İşletme Başarısızlığı ve İflasa İlişkin Yeni Yaklaşım Tavsiyesi (Recommendations On A New Approach To Business Failure And Insolvency). Ayrıca bkz. European Commission, **Final Report from the Expert Group on a Second Chance for Entrepreneurs, Prevention of Bankruptcy, Simplification of Bankruptcy Procedures and Support for a Fresh Start**, (Çevrimiçi), <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/10451/attachments/1/translations/en/renditions/native>, SET 11.12.2022; European Commission, **Europe's next leaders: the Start-up and Scale-up Initiative**, (Çevrimiçi), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0733&from=EN>, SET 12.12.2022; Blazej Prusak, Sylwia Morawska, Michal Lukowski, Przemyslaw Banasik, “The Impact of Bankruptcy Regimes on Entrepreneurship and Innovation. Is There Any Relationship?”, **International Entrepreneurship and Management Journal**, C: 18, S: 1, 2022, s. 473-498; Aksi yönde bkz. ve karşı. Sandra Gottschalk, Bettina Müller, “A Second Chance for Failed Entrepreneurs: A Good Idea?”, **Small Business Economics**, C: 59, S: 1, 2022, s. 745-767.

⁷⁵⁹ European Commission, **Second Chance for Entrepreneurs**, s. 10.

⁷⁶⁰ Armour/Cumming, **Silicon Valley**, s. 7 ve 19. Başarısız olduğu takdirde, riskli bir iflas süreci ve parasız kalma riskini bir arada gören kişilerin mevcut maaşlı işini terk ederek girişimde bulunma ihtimalinin azaldığı yönünde bkz. **a.e.**, s. 9.

GSYF ve GSYO gibi kurumsal yatırımcılar, girişim şirketlerine yatırım yaparken çeşitli imtiyazlar talep etmektedir. Uygulamada süreklilik kazanan bu imtiyazlardan bazıları kâr payı veya tasfiye payı gibi mali konulara ilişkin iken diğer bir kısmı ise şirketin üst düzey yöneticilerinin atanması, önemli konularda veto hakkı, yönetim kurulu üyesi seçme veya aday gösterme, oyda imtiyaz, iş planının belirlenmesinde söz hakkı gibi konulara ilişkindir. Yine birlikte satmaya zorlama (“drag along”) veya satışa katılmaya (“tag along”) ilişkin opsiyonlar da alım (“call”) ve satım (“put”) opsiyonlarıyla birlikte sıklıkla kullanılmaktadır.

Yatırımcılar pay karşılığı yatırım yaptıkları takdirde -istisnalar haricinde- şirketin yarısına varan bir pay oranı yerine çok daha düşük oranda pay almaktadır. Diğer bir deyişle, pay oranı bakımından, doğrudan bir “kontrol” devri söz konusu olmamaktadır. Bununla birlikte, pay devri tek başına kontrol devrine konu olmasa dahi, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunu belirleme veya önemli kararları veto etme hakkı ya da belirleyici nitelikte oyda imtiyaz tanınması duruma göre tam veya ortak kontrol yaratılmasına sebep olabilir⁷⁶¹. Girişim sermayesi yatırımlarında yukarıda açıkladığımız imtiyazlar genellikle ortak kontrole sebep olmaktadır. Ortak kontrol ise aşağıda açıklayacağımız şartlar çerçevesinde, Rekabetin Korunması Hakkında Kanun m. 7 hükümlerine göre Rekabet Kurulu’ndan izin alınmasını gerektirebilmektedir⁷⁶². Buna karşılık belirtelim ki, pay alımına ilişkin opsiyon

⁷⁶¹ İ. Yılmaz Aslan, **Rekabet Hukuku**, 6. bsk., Ekin Yayınevi, Bursa, 2021, s. 842; Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 536; Gönenç Gürkaynak, **Rekabet Hukuku**, Seçkin Yayınevi, İstanbul, 2022, s. 389. Buna karşılık “sadece bir hissedarın stratejik kararları veto edebildiği ama tek başına bu tür kararları alma hakkı olmadığı” durumlarda negatif tek kontrol olacağı yönünde a.e., s. 388; Nitekim bir GSYF’nin sözkonusu hükümlerin kontrolden ziyade yatırımın korunmasına ilişkin olduğu yönündeki beyanlarına itibar edilmeyen bir karar için bkz. 21-03/26-11 sayılı ve 14.01.2021 tarihli Rekabet Kurulu kararı; Girişim şirketlerindeki çeşitli kontrol durumları için bkz. Pollman, **Startup Governance**, s. 181 vd.; Gilson, **Venture Capital**, 1082 vd.; Ayrıca ortak kontrol hakkında bkz. Ali Paşlı, **Anonim Ortaklığın Devralınması**, Vedat Kitapçılık, 2009, s. 64 vd.

⁷⁶² Ortak kontrol bazı durumlarda rekabeti kısıtlayıcı nitelik taşıması sebebiyle Rekabetin Korunması Hakkında Kanun m. 4 hükmü kapsamında “anlaşma” olarak nitelendirilirken bazı durumlarda ise Rekabetin Korunması Hakkında Kanun m. 7 kapsamında birleşme veya devralma olarak kabul edilmektedir. Ortak girişimin “tam işlevsellik” niteliğini haiz bir şekilde taraflardan bağımsız iktisadi varlığını sürdürmesi halinde birleşme veya devralma hükümleri uygulanacaktır. Buna karşılık ortak kontrolden ziyade işlem tek kontrole yol açmakta ise ortak girişimden ziyade doğrudan birleşme devralma söz konusudur. Detaylı açıklamalar için bkz. Aslan, **Rekabet Hukuku**, s. 987 vd.; Gürkaynak, **Rekabet Hukuku**, s. 408 vd.

sağlayan anlaşmalar bakımından ise hakkın kullanıldığı zamanki piyasa şartları esas alınmakta olup henüz baştan bu yönde bir değerlendirme yapılmamaktadır⁷⁶³.

2. 2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ

4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun m. 7 uyarınca, “bir ya da birden fazla teşebbüsün başta hâkim durum yaratılması ya da mevcut bir hâkim durumun güçlendirilmesi olmak üzere ülkenin bütünü yahut bir kısmında herhangi bir mal veya hizmet piyasasındaki *etkin rekabetin önemli ölçüde azaltılması* sonucunu doğuracak şekilde birleşmeleri veya herhangi bir teşebbüsün ya da kişinin diğer bir teşebbüsün mal varlığını yahut ortaklık paylarının tümünü veya bir kısmını ya da kendisine yönetimde hak sahibi olma yetkisi veren araçları, miras yoluyla iktisap durumu hariç olmak üzere, devralması hukuka aykırı ve yasaktır.” Aynı maddenin takip eden fıkrasında hangi hallerde Rekabet Kurulu izninin gerektiği hususu ikincil düzenlemelere bırakılmıştır. Bu kapsamda konu 2010/4 sayılı Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ ile düzenlenmiştir.

a. Kapsam: Kontrol Devri ve Ciro Eşikleri

Tebliğ kapsamında bir “birleşme veya devralmadan” söz edebilmek için “kontrolde⁷⁶⁴ kalıcı değişiklik meydana getirecek şekilde;

a) iki veya daha fazla teşebbüsün birleşmesi ya da

b) bir veya daha fazla teşebbüsün tamamının ya da bir kısmının doğrudan veya dolaylı kontrolünün, hisse ya da mal varlığının satın alınmasıyla, sözleşmeyle veya diğer bir yolla bir ya da daha fazla teşebbüs veya halihazırda en az bir

⁷⁶³ Aslan, **Rekabet Hukuku**, s. 850; 05-39/529-130 sayılı ve 13.06.2005 tarihli Rekabet Kurulu Kararı.

⁷⁶⁴ “Bu Tebliğ bakımından kontrol, ayrı ayrı ya da birlikte, fiilen ya da hukuken bir teşebbüs üzerinde belirleyici etki uygulama olanağını sağlayan haklar, sözleşmeler veya başka araçlarla meydana getirilebilir. Bu araçlar özellikle bir teşebbüsün malvarlığının tamamı ya da bir kısmı üzerinde mülkiyet veya işletilmeye müsait bir kullanma hakkı, bir teşebbüsün organlarının oluşumunda ya da kararları üzerinde belirleyici etki sağlayan haklar veya sözleşmelerdir. Kontrol, hak sahipleri ya da bir sözleşmeye göre hakları kullanmaya yetkili kılınmış olan veya böyle bir hak ve yetkisi olmamakla birlikte fiilen bu hakları kullanma gücüne sahip olan kişiler veya teşebbüsler tarafından elde edilebilir” (2010/4 sayılı Tebliğ m. 5/2).

teşebbüsü kontrol eden bir ya da daha fazla kişi tarafından devralınması” gerekmektedir (2010/4 sayılı Tebliğ m. 5/1).

Bu tanıma göre birleşme veya devralma olarak nitelendirilen işlemlerin tamamı değil, ancak belirli ciro eşiklerini aşanlar Rekabet Kurulu iznine tabi olmaktadır. Bu sınırlar (i) “işlem taraflarının Türkiye ciroları toplamının yedi yüz elli milyon TL’yi ve işlem taraflarından en az ikisinin Türkiye cirolarının ayrı ayrı iki yüz elli milyon TL” veya “devralma işlemlerinde devre konu varlık ya da faaliyetin, birleşme işlemlerinde ise işlem taraflarından en az birinin Türkiye cirosunun iki yüz elli milyon TL’yi ve diğer işlem taraflarından en az birinin dünya cirosunun üç milyar TL” şeklindedir (2010/4 sayılı Tebliğ m. 7/1).

Şu halde, bir birleşme veya devralma işleminde kontrol değişikliği ve belirli ciro eşiklerinin aşılması söz konusu olduğu takdirde Rekabet Kurulu iznine ihtiyaç duyulmaktadır. Nitekim birleşme ve devralma uygulamasında, Rekabet Kurulu izni, kapanış işlemleri için taraf menfaatlerine göre geciktirici (izin alınana kadar geciktirecek şekilde) veya bozucu (belirlenen süre içinde izin alınmadığı takdirde bozacak şekilde) şart olarak kararlaştırılmaktadır⁷⁶⁵.

b. Teknoloji Teşebbüsü Tanımı ve Teknoloji Teşebbüsüne Uygulanacak Ciro Eşikleri

04.03.2022 tarihinde yapılan güncel denilebilecek bir değişiklikle “Türkiye coğrafi pazarında faaliyet gösteren veya ar-ge faaliyeti olan ya da Türkiye’deki kullanıcılara hizmet sunan teknoloji teşebbüslerinin devralınmasına ilişkin işlemlerde” iki yüz elli milyon TL ciro eşığının aranmayacağı düzenlenmiştir (2010/4 sayılı Tebliğ m. 7/2). Teknoloji teşebbüsleri ise 2010/4 sayılı Tebliğ m. 4/1-(e) hükmünde “*dijital platformlar, yazılım ve oyun yazılımı, finansal teknolojiler, biyoteknoloji, farmakoloji, tarım kimyasalları ve sağlık teknolojileri alanlarında faaliyet gösteren teşebbüsleri veya bunlara ilişkin varlıkları*” ifade edecek şekilde düzenlenmiştir.

İki yüz elli milyon TL ciro eşığının uygulanmayacağına ilişkin hüküm, - hukuk bürolarının bilgi notlarından görüldüğü üzere- uygulamada teknoloji teşebbüslerine ilişkin tüm ciro eşiklerinin kaldırıldığı şeklinde yanlış anlaşılmalara

⁷⁶⁵ Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 535.

sebeup olmuştur. Ancak getirilen istisna sadece iki yüz elli milyon TL ciro eşikğine ilişkin olup yukarıda yer verilen diğer ciro eşikleri (iki yüz elli milyon TL haricinde) uygulanmaya devam edecektir⁷⁶⁶. Teknoloji teşebbüsleri için getirilen ciro eşikği düzenlemesini, teknoloji teşebbüslerine uygulanmayan kısımların üstünü çizmek suretiyle genel kuralla karşılaştırarak şu şekilde ifade etmek mümkündür:

(İşlem taraflarının Türkiye ciroları toplamı 750.000.000 TL + ~~devralınan teknoloji teşebbüsünün Türkiye cirosu 250.000.000 TL + diğer işlem taraflarının en az birinin Türkiye cirosu 250.000.000 TL~~) veya,

(~~Devre konu varlık ya da faaliyetin Türkiye cirosu 250.000.000 TL + diğer işlem taraflarından en az birinin dünya cirosu 3.000.000.000 TL~~)

Görüleceği üzere tüm ciro eşiklerinin kaldırıldığı yönündeki ifadeler bir yanlış anlaşılmadan ibarettir. Nitekim hemen aşağıda yer verdiğimiz Rekabet Kurumu açıklamasında da bu işlemlerin tamamen değil, “büyük ölçüde” denetime tabi olmasının hedeflendiği belirtilmektedir. Hükmün ne şekilde uygulanacağına ilişkin henüz yerleşik bir içtihat bulunmamaktadır⁷⁶⁷.

c. Öldürücü Devralma (“Killer Acquisitions”)

Rekabet Kurumu, teknoloji teşebbüslerine ilişkin Tebliğ değişiklikleri hakkındaki açıklamasında söz konusu düzenleme ile teknoloji teşebbüslerinin devralınmasına yönelik işlemlerinin büyük ölçüde Rekabet Kurumu denetimine tabi olması ve bu teşebbüslere yönelik öldürücü devralmaların önüne geçilmesinin hedeflendiğini belirtmiş ve “*dijital pazarlarda önemli pazar gücüne sahip teşebbüsler tarafından gerçekleştirilen işlemler ile yeni kurulan veya geliştirmekte olan girişimlerin (start-up) devralınması şeklindeki işlemlerin bildirim yükümlülüğüne ve dolayısıyla rekabet otoritelerinin incelemesine tabi olamaması ihtimali, tüm dünyada birleşme ve devralmaların kontrolü bakımından dile getirilen endişelerin başında*” geldiğini ifade etmiştir⁷⁶⁸. Bu durumda öldürücü devralma kavramının ne anlama geldiğini tespit etmek yerinde olacaktır.

⁷⁶⁶ Aynı yönde bkz. Gürkaynak, **Rekabet Hukuku**, s. 392.

⁷⁶⁷ Gürkaynak, **Rekabet Hukuku**, s. 393.

⁷⁶⁸ (Çevrimiçi), <https://www.rekabet.gov.tr/tr/Guncel/rekabet-kurulundan-izin-alinmasi-gereken-82269c8a8f9bec11a21c00505685ee05>, SET 14.12.2022.

Yukarıda girişim sermayesi politikalarına dair açıklamalarımızda, özellikle büyük teknoloji şirketlerinin inovasyon çalışması yapmaktansa girişim şirketlerini devralarak bünyelerine katmayı tercih edebildiğini belirtmiştik. Bu işlemler esasen belirli şartlar altında rekabet hukukunun en güncel konularından biri olan öldürücü devralma (“killer acquisitions”) meselesine tekabül edebilmektedir. Öldürücü devralma, inovatif fikri sayesinde gelecek vaad eden ve ileride rekabet potansiyeli taşıyan veya şimdiden rekabete başlayan erken aşama şirketlerin pazarda belirli bir konuma sahip olan şirketler tarafından hem potansiyel bir rakibin elenmesi hem de gerekli inovasyonun bünyeye katılması amacıyla devralınması şeklinde tanımlanabilir⁷⁶⁹. Öldürücü devralmada adeta “başlamadan biten bir yarış” bulunmaktadır⁷⁷⁰. Normal bir devralmadan farklı olarak ilgili inovasyonu devam ettirmekten ziyade yok etmek öldürücü devralmalarda karşılaşılan ve başlıbaşına endişe yaratan bir husustur⁷⁷¹. Diğer bir deyişle sadece rekabetin değil, aynı zamanda -özellikle yüksek teknoloji pazarındaki- inovasyona konu ürünün de yok edilmesi ihtimali bulunmaktadır⁷⁷².

⁷⁶⁹ Detaylı açıklamalar için bkz. Colleen Cunningham, Florian Ederer, Song Ma, “Killer Acquisitions”, **Journal of Political Economy**, C: 129, S: 3, 2021, s. 649-702; Claire Turgot, “Killer Acquisitions in Digital Markets: Evaluating the Effectiveness of the EU Merger Control Regime”, **European Competition and Regulatory Law Review**, C: 5, S: 2, 2021, s. 112-121; Tania L. Faria, Margot L. Martins, Raquel M. Nunes, “New Trends In Merger Control: Capturing The So-Called Killer Acquisitions... And Everything Else”, **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, 57, septiembrediciembre de 2021, pp. 33-53; D. Daniel Sokol, “Merger Law for Biotech and Killer Acquisitions”, **Florida Law Review**, C: 72, 2022, s. 1-9; Amy C. Madl, “Killing Innovation?: Antitrust Implications of Killer Acquisitions”, **Yale Journal on Regulation Bulletin**, C: 38, S: 28, 2022, s. 28-52; Vaclav Smejkal, “Concentrations in Digital Sector – A New EU Antitrust Standard for “Killer Acquisitions” Needed?”, **Journal for the International and European Law, Economic and Market Integrations**, C: 7, S: 2, 2020, s. 1-16; Björn Lundqvist, “Killer Acquisitions and Other Forms of Anticompetitive Collaborations (Part II): A Proposal for a New Notification System”, **European Competition and Regulatory Law Review**, C: 5, S: 4, 2021, s. 344-363; OECD, **Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control – Background Note**, (Çevrimiçi), [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2020\)5/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2020)5/en/pdf), SET 15.12.2022; Yatay Birleşme ve Devralmaların Değerlendirilmesi Hakkında Kılavuz, (Çevrimiçi), <https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/kilavuzlar/yatay-birlesme-ve-devralmalarin-degerlendirilmesi-hakkinda-kilavuz-2022-20220304105516737-pdf>, SET 15.12.2022.

⁷⁷⁰ Cunningham/Ederer/Ma, **Killer Acquisitions**, s. 650.

⁷⁷¹ Madl, **Killer Acquisitions**, s. 31. Ancak ilgili ürüne devam edilmemesi bazı durumlarda rasyonel bir işletme kararı da teşkil edebilir. Bu ayrımın pratikte tespitinin kolay olmayacağı yönünde bkz. a.e., s. 31 vd.; Smejkal, **New EU Standard for Killer Acquisitions**, s. 2; Lundqvist, **New Notification System**, s. 349; OECD, **Startups, Killer Acquisitions and Merger Control**, s. 5 ve s. 27; Rekabet Kurumu, **Yatay Birleşme ve Devralmalar Kılavuz**, s. 22 vd.

⁷⁷² Smejkal, **New EU Standard for Killer Acquisitions**, s. 3; OECD, **Startups, Killer Acquisitions and Merger Control**, s. 7; Rekabet Kurumu, **Yatay Birleşme ve Devralmalar Kılavuz**, s. 24.

2009 ve 2018 yılları arasında, bigtech şirketleri tarafından (Google, Facebook, Amazon, Apple) 400 öldürücü devralmanın genel ciro eşikleri sayesinde ilgili ülke rekabet otoritelerinin denetimine takılmadan gerçekleştirildiği ifade edilmektedir⁷⁷³. Rekabet Kurumu bu durumu diğer ülke hukuklarını da dikkate alarak isabetle şu şekilde ifade etmektedir⁷⁷⁴:

“Bu kapsamda, başta Avrupa Komisyonu olmak üzere pek çok ülkede rekabet hukuku uygulaması bakımından bazı tartışmalar ortaya çıkmıştır. Almanya ve Avusturya’da ciro eşikine ek olarak getirilmiş işlem değeri eşik uygulaması hayata geçirilmiş olup Avrupa Komisyonu ve bazı Avrupa Birliği (AB) üyesi ülkeler, öncelikle Almanya ve Avusturya uygulamalarını izlemeyi ve buna göre hareket etmeyi tercih etmiştir. Bu noktada Türkiye’de de dünyaya benzer bir süreç yaşanmış ve yoğunlaşma mevzuatı gözden geçirilmiş, ancak mehz AB uygulamasından ve Almanya ile Avusturya örneklerinden farklı olarak, yeni kurulan ve gelişmekte olan teşebbüslerin devralınması noktasındaki endişeleri gidermek amacıyla, Türkiye coğrafi pazarında faaliyet gösteren veya ar-ge faaliyeti olan veya Türkiye’deki kullanıcılara hizmet sunan teknoloji teşebbüslerinin devralınmasına ilişkin işlemlere özgü ilave bildirim yükümlülüğü getirilmesi esasına dayalı, Türkiye’ye özgü bir uygulama hayata geçirilmiştir.”

3. Konunun Girişim Şirketlerine Yapılan Yatırımlar Bakımından Değerlendirilmesi ve Öneriler

Öldürücü devralmalara müdahale konusunda alternatif yöntemler olduğu görülmektedir. Hangi yöntemin isabetli olduğunun değerlendirilmesi ayrı bir çalışmanın konusudur. Aynı zamanda böyle bir değerlendirmeden önce diğer ülke tecrübelerini gözlemlemek yerinde olacaktır. Ancak şu an için Rekabet Kurumu’nun teknoloji teşebbüsü tanımı, hedef aldığı sektörler, ciro eşiklerinin buna göre

⁷⁷³ Turgot, **Killer Acquisitions in Digital Markets**, s. 112; Faria/Martins/Nunes, **Killer Acquisitions**, s. 37; OECD, **Startups, Killer Acquisitions and Merger Control**, s. 9.

⁷⁷⁴ (Çevrimiçi), <https://www.rekabet.gov.tr/tr/Guncel/rekabet-kurulundan-izin-alinmasi-gereken-82269c8a8f9bec11a21c00505685ee05>, SET 14.12.2022; Aynı yönde bkz. Faria/Martins/Nunes, **Killer Acquisitions**, s. 35 vd.; Ayrıca bkz. ve karşı. Madl, **Killer Acquisitions**, s. 40 vd.; Türkiye tarafından benimsenen yöntem dahil olmak üzere alternatif çözümlerin tartışıldığı kapsamlı bir çalışma için bkz. Smejkal, **New EU Standard for Killer Acquisitions**, s. 4 vd.; Birleşme ve devralmadaki izin prosedürünün katı bir şekilde uygulanması halinde stratejik birlikteliklerde aynı öldürücü etkiyi sağlayacak şekilde ar-ge birliktelikleri ve lisans anlaşmaların yaygınlaşacağı ve buna dair öneriler hakkında bkz. ve karşı. Lundqvist, **New Notification System**, s. 346 vd.; OECD, **Startups, Killer Acquisitions and Merger Control**, s. 13 vd.

güncellenmesi ve izin prosedürü uygulaması tercihinin, uluslararası tartışma ve örneklerle uyumlu olduğu söylenebilir. Bir adım ileri giderek, çoğu ülke uygulamasından daha ileri bir düzenleme yapıldığı da kabul edilebilir. Öte yandan düzenlemenin kanaatimizce girişim sermayesi yatırımları bakımından gözden kaçan ancak telafi edilebilir eksiklikleri bulunmaktadır.

Teknoloji teşebbüslerine ilişkin düzenleme yapılmadan önceki süreçte dahi, GSYF ve GSYO gibi kurumsal yatırımcıların girişim şirketlerine yatırım yaparken çeşitli kontrol hakları talep etmesi ve ciro hesabında “portföyünün” dikkate alınabilmesi bu yatırımlarda Rekabet Kurulu iznini gündeme getirmekteydi. Öyle ki, bu durum uygulamada bazı yatırımcıların yakınmalarına sebep olmaktaydı. Ancak yine de ciro eşikleri bakımından girişim şirketlerinin düşük olan cirosu Rekabet Kurulu iznini bu yatırımlar için istisnai hale getirmekteydi. Şimdi ise öldürücü devralmalara müdahale etmek amacıyla düzenlenen teknoloji teşebbüsü tanımı ve buna ilişkin ciro eşiği, durumu tersine çevirerek girişim sermayesi yatırımlarının Rekabet Kurulu iznine tabi olmasına kapı aralamıştır.

Öncelikle belirtelim ki, teknoloji teşebbüsü tanımı teorik olarak girişim şirketi tanımını tamamen kapsamamakla birlikte, pratikte yatırım alabilecek girişim şirketlerinin tamamına yakınına kapsayabilecek bir tanımdır. Bu durumda teknoloji teşebbüslerine ilişkin 250.000.000 TL tutarındaki ciro eşiği kaldırıldığında, girişim sermayesi yatırımlarının Rekabet Kurulu iznine dahil olmasının önündeki tek bariyer yatırımcıların ciro eşikleri olmaktadır. Ancak yatırımcıların portföyleri de ciro eşiğini geçtiği takdirde, ilgili girişim sermayesi yatırımı Rekabet Kurulu iznine tabi olacaktır.

Bu noktada teknoloji teşebbüslerine ilişkin yapılan düzenlemelerin “öldürücü devralmalarla” mücadele amacı taşıması, kanaatimizce, bu amacı taşımayan girişim sermayesi yatırımları için izin prosedürüne bir istisna tanımayacaktır; zira bu yönde normatif bir düzenleme bulunmamaktadır⁷⁷⁵. Rekabeti sınırlayıcı yönü bulunmayan bu işlemlere Rekabet Kurulu tarafından izin verileceğine şüphe olmamakla birlikte, nihayetinde izin prosedürüne tabi olmak yatırım sürecinin uzamasına ve ek masrafa

⁷⁷⁵ Nitekim bir GSYF’nin sözkonusu hükümlerin kontrolden ziyade yatırımın korunmasına ilişkin olduğu yönündeki beyanlarına itibar edilmeyen 21-03/26-11 sayılı ve 14.01.2021 tarihli Rekabet Kurulu kararından hareketle, Rekabet Kurulu yaklaşımının “amaçtan” ziyade ekonomik gerçeklik olduğu hatırlanarak söz konusu işlemi izne tabi kabul edebileceği düşünülebilir.

sebepe olduğu gibi -özellikle yabancı- yatırımcıların tercihinin olumsuz etkileyebilecek şekilde “belirsizlik” yaratmaktadır.

Mevcut düzenleme itibarıyla esasen izin prosedürüne ilişkin istisnaları düzenleyen 2010/4 sayılı Tebliğ m. 6/1-(b) hükmünün “*olağan faaliyetleri kendileri veya başkaları hesabına menkul kıymetlerle işlem yapmak olan teşebbüslerin yeniden satış amacıyla satın aldıkları menkul kıymetleri, bu menkul kıymetlerden doğan oy haklarının menkul kıymetleri çıkaran teşebbüsün rekabet politikalarını etkileyecek şekilde kullanmamaları kaydıyla geçici olarak ellerinde bulundurmaları*” şeklindeki lafzıyla, çıkış (“exit”) amaçlı yapılan girişim sermayesi yatırımlarını izin prosedürü kapsamından çıkarmak için kullanılması düşünülebilir. Özellikle sözleşmelerde çıkış hallerinin düzenlenmesi bu yatırımların geçiciliğini göstermektedir. Ancak buradaki geçicilik, borsadaki işlemler gibi kısa vadeli olmayıp bilakis 5-8 sene arası değişen bir süreyi ifade etmektedir. Bu durumda ise “geçici olarak elde bulundurma” şartının tam olarak sağlanmaması söz konusu olacaktır. Kaldı ki, girişim sermayesi yatırımları için günü kurtarmaya yönelik böyle bir karar, farklı başvurularda amacını aşar nitelikte yorumlanmaya ve emsal gösterilmeye müsait olacaktır.

Yapılan uluslararası çalışmalarda ise girişim sermayesi yatırımlarının, rekabet kurulu otoritelerinin iznine tabi tutulması halinde %23 ile %56 arasında azaldığı tespit edilmiştir⁷⁷⁶. Yine girişim sermayesi bağlamında yatırımcı dostu ülkeler için yapılan endekslerde bu tarz zorunlu onay mekanizmalarının olumsuz etki yarattığı görülmektedir⁷⁷⁷. Kaldı ki, girişim sermayesi yatırımlarının azalması veya daha geniş bir ifadeyle girişimcilerin girişimlerinde tasfiye durumu (“liquidity event” anlamında) sağlamlasının zorlaşması, girişimcilerin de hevesini kaçıracaktı⁷⁷⁸.

Şu halde toparlarsak, öldürücü devralmalar için yapılan düzenleme bilinçli bir tercih olmaksızın girişim sermayesi yatırımlarının izin prosedürüne tabi olmasına yol açmış ve yatırımcı nezdinde bir belirsizlik yaratmıştır. Yapılacak bir regülasyon çalışmasıyla bu husustaki belirsizliğin giderilmesi ve girişim sermayesi yatırımlarının öldürücü devralma düzenlemesinin amacı dışında kaldığı gözetilerek, teknoloji teşebbüslerine ilişkin ciro eşiği düzenlemesinin kapsamı dışında olduğunun

⁷⁷⁶ Gordon M. Phillips, Alexei Zhdanov, **Venture Capital Investments, Mergers and Competition Laws Around The World**, Tuck School of Business, Working Paper No: 3072665, s. 12 ve s. 23.

⁷⁷⁷ Armour/Cumming, **Legislative Road to Silicon Valley**, s. 5.

⁷⁷⁸ Sokol, **Merger Law**, s. 6.

vurgulanması isabetli bir tercih olacaktır. Bu bakımdan yapılacak düzenlemede girişim sermayesi yatırımlarını somutlaştırabilmek adına bu yatırımlar GSYO ve GSYF tarafından yapılan girişim sermayesi yatırımlarıyla sınırlanabilir.

Son olarak belirtelim ki, yaptığımız açıklamalar girişim şirketine yapılan girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin olup yatırımcıların kendi aralarında yapacağı devirleri kapsamamaktadır. Bu devirlerin rekabeti sınırlaması veya “öldürücü” olması mümkün olup gerekli görüldüğü hallerde Rekabet Kurulu denetimine tabi olması makuldür. Esasen bu durumda da yatırımcı endeksleri bakımından olumsuz bir etki söz konusu olabilir. Bu sebeple yapılacak müdahalenin sınırları iyi çizilmeli ve girişim sermayesi yatırımlarından elde edilecek menfaat ile rekabetin korunmasına ilişkin müdahaleden elde edilecek menfaat arasında bir denge gözetilmelidir.

D. Damga Vergisi

Damga Vergisi Kanunu (2)/IV numaralı tablonun 4. bendi uyarınca “*çıkarılacak hisse senedi ve tahvillere talip olanlar tarafından bu maksatla verilecek iştirak taahhütnameleri*”; 16. bendi uyarınca ise “*anonim, eshamlı komandit ve limited şirketler ile yatırım fonlarının kuruluşlarına, pay devirlerine, sermaye artırımlarına ve süre uzatımlarına ilişkin olarak düzenlenen kağıtlar*” damga vergisinden istisna tutulmuştur. Buna ek olarak 50. bend uyarınca, “*girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım fonlarının münhasıran girişim sermayesi yatırımları ile ilgili düzenlenen sözleşmeler ile bu sözleşmelere ilişkin düzenlenen diğer kâğıtlar*”; 52. bend uyarınca “*ileri teknolojiye sahip ve teknoloji transferi sağlayacak yurt dışında yerleşik şirketlerin satın alınması ile bu alımlara yönelik mali ve hukuki danışmanlık hizmeti alımına ilişkin düzenlenen kâğıtlar*” damga vergisinden istisna tutulmuştur.

Buna karşılık uygulamada özellikle “emisyon primli” sermaye artırımlarında damga vergisi alındığına rastlanmaktadır. Girişim sermayesi yatırımlarının hemen hemen hepsinin emisyon primli olması ve yüksek meblağlara konu olması sebebiyle damga vergisinin de bir o kadar yüksek çıkması yatırımcıların yatırım tercihlerini

olumsuz etkilemektedir⁷⁷⁹. Teşviklerin hedeflendiği şekilde uygulanması için ilave önlemler alınması isabetli olacaktır.

E. Genel Kurula Vekaletnameyle Katılım Sorunu

28.11.2012 tarihli ve 28481 sayılı RG’de yayımlanan Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarının Usul ve Esasları ile Bu Toplantılarda Bulunacak Bakanlık Temsilcileri Hakkında Yönetmelik (“Genel Kurul Yönetmeliği”) m. 21 uyarınca genel kurula vekaletname ile katılınması halinde *“vekaletnamede; şirketin unvanı, ait olduğu genel kurul toplantısının tarihi, vekilin adı ve soyadı, pay sahibinin pay adedi ile adı ve soyadı veya unvanı ve imzasının bulunması şarttır. Bu bilgilerden herhangi biri bulunmayan özel veya genel vekâletnameler geçersizdir.”* Ayrıca aynı yönetmelikte halka açık olmayan şirketlerde genel kurula katılım için kullanılacak vekaletnamenin yönetmeliğin ekinde belirtilen örneğe uygun ve noter onaylı olması gerektiği düzenlenmiştir (Genel Kurul Yönetmeliği m. 18/7).

Bu hüküm girişim sermayesi özelinde uygulamada çeşitli zorluklar yaratmaktadır. Şöyle ki, girişim şirketleri diğer şirketlerden farklı olarak çok sayıda yatırımcının bulunduğu karmaşık bir pay sahipliği yapısına sahiptir. Yabancı yatırımcısı bulunan ve çok sayıda pay sahibi (yatırımcısı) olan girişim şirketlerinin genel kurul tarihini belirlemesi bile oldukça güçtür; zira birbirinden yoğun takvimleri olan pay sahiplerini ortak bir tarihe ikna etmek kolay olmamaktadır. Çok pay sahipli şirket yapısının doğası gereği yaşanan bu sorun, yabancı yatırımcıların bulunduğu girişim şirketleri için katlanmaktadır. Yabancı yatırımcıya her bir genel kurul için ayrıca noter onaylı vekaletname düzenlemek ve bunu yaparken genel kurul tarihini de diğer pay sahipleriyle uyumlu tutabilmek girişim şirketleri için operasyonel anlamda büyük sorun yaratmaktadır.

Girişim şirketlerinin yabancı yatırımcıları da içine alan çok pay sahipli yapısının Genel Kurul Yönetmeliği düzenlenirken öngörülemediği kanaatindeyiz. Bu konuda kanaatimizce, “girişim şirketi” için yaratılacak özel şirket tipinde pay sahibi bulunan yabancı GSYF ve GSYO için bir istisna tanınması mümkündür. Genel vekaletname yeterli görülme dahi, bu şirket tarafından yapılacak genel kurullar

⁷⁷⁹ Belirtelim ki, taraflar damga vergisinden müteselsilen sorumlu olup taraflar arası anlaşmalar idareye karşı vergi yükümlülüğünü ortadan kaldırmamaktadır. Bu yönde bkz. Esin, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 647.

bakımından ilgili gündem maddeleri açıkça belirlenmek kaydıyla birden fazla kez kullanılabilen özel vekaletnamelerin yeterli görülmesi mümkündür. İşlem güvenliğini tesis edebilmek adına vekilin özel vekaletnamede gösterilen işlemleri yerine getirirken vekil edenden ayrıca teyit alması ve buna bağlı olarak sorumluluk doğuran bir beyanda bulunması da düşünülebilir.



SONUÇ

Etkin bir girişim sermayesi ekosisteminin ekonomik anlamda yarattığı katma değer izahtan varestedir. Girişim sermayesi ekosisteminin iyi kurgulanması halinde, yerli girişimcinin yurtdışına “beyin göçünün” engellenmesi, yerli yatırımcı ilgisinin ülke içerisinde canlı tutulması ve aynı zamanda yabancı girişimci ve yatırımcıların ülkeye çekilmesi mümkündür. Böyle bir ekosistemin kazananları girişimci ve “kârlı” yatırım yapan yatırımcılardan ibaret değildir; aynı zamanda girişim şirketlerinin yarattığı inovasyon ortamından doğru işbirlikleriyle faydalanan büyük şirketler, oluşan yeni ürün ve hizmetlerden faydalanan vatandaşlar, yeni iş kolları, istihdam ve ekonomik getiri sağlanması sebebiyle devlet de ekosistem başarısından kazançlı çıkmaktadır. Ekonomik gelişme ve döviz girdisine ek olarak, açık, dijital ve sürdürülebilir ekonomi olarak tarif edilen yeni ekonomi çağında, girişim şirketlerinin “yeni teknoloji devlerine” dönüşebildiği ülkeler, AB’nin belirttiği üzere, **teknolojik bağımsızlık** kazanacaktır. Bunun dolaylı ama önemli yansımalarından biri de “verilerin” yurtiçinde kalması olarak değerlendirilebilir. Dünya üzerinde bu alanda yaşanan rekabet henüz “emekleme” aşamasındayken gerekli düzenlemelerin yapılarak Türkiye’nin diğer ülkelerin önüne geçmesi ve bu katma değerden faydalanması gerekmektedir.

Başarılı ve talep gören bir ekosistem yaratabilmek için çok fazla unsur bulunmaktadır. Büyük şirketler, üniversite ve girişim şirketleri arasındaki etkileşim ve işbirliği artırılmalı, devlet teşvikleriyle girişimci ve yatırımcılar desteklenmeli, kitle fonlaması ve eski hacmine ulaşma ihtimali taşıyan kripto varlık arzı gibi yeni teknolojilere uyumlu yeni nesil finansman yöntemlerine uygun bir zemin hazırlanmalıdır. Bununla birlikte, bir “politika” olarak “girişimcilik kültürü” oluşturulmalı, bu yönde eğitim ve çalışmalar yapılmalıdır. Ancak en önemli adım, girişim sermayesi ihtiyaçlarına cevap veren doğru bir hukuki altyapı oluşturmaktır. Gerekli şartları taşımayan bir ekosistem sadece hukuki altyapısı sayesinde başarılı olamayacağı gibi, hukuki altyapıdan yoksun bir ekosistemin de diğer şartlar sağlansa bile başarılı olması mümkün değildir.

Bu bakımdan hukuki altyapıyı ilk olarak hukuk kuralları ve hukuk kurallarının uygulanması şeklinde iki aşamada değerlendirmek gerekir. Hukuk

kurallarının hukuk güvenliği ve hukuki belirlilik ilkelerine uygun olarak, öngörülebilir bir şekilde, istikrarlı içtihatlarla desteklenerek uygulanması, yargı sisteminin işleyişi ve uzmanlığı, yargılama sürelerinin gereğinden fazla uzamaması gibi genel hukuk politikası sorunları, hukuk kurallarının düzenlenmesi kadar önemlidir. Nitekim birbirine oldukça benzer hükümlere yer veren ülkelerin hukuk sistemleri arasındaki fark bu kuralların uygulanmasında kendini göstermektedir. Örneğin Delaware hukukunu esas alan birçok ülkenin -örneğin Singapur- Delaware kadar başarılı olamaması, kuralların tek başına yeterli olmadığını ve hukuk sisteminin kurallardan daha kapsamlı ele alınması gerektiğini göstermektedir.

Girişim sermayesi ekosistemine yönelik hukuki altyapıyı sağlamak üzere düzenlenecek kurallar da iki aşamada değerlendirilebilir. Fintech, kripto varlık, yapay zeka, e-ticaret, oyun gibi sektörel bazlı düzenlemelerin yapılması mümkündür. Bu düzenlemeler yapılırken yeniliğe açık olmak ve serbestliğe izin vermek gerekmektedir. Bu bağlamda karşılaştırmalı hukukta sıklıkla rastlanan düzenleme deneme alanları (“regulatory sandbox”), izin verilen serbest bir alanda inovasyonun takip edilmesine ve gerekli regülasyonun “inovasyonun önünü kesmeden” yapılmasına imkan sağlamaktadır. Ancak sektörel düzenlemeler, hukuki altyapı sağlamak üzere öngörülecek kuralların ikinci aşamasını oluşturmaktadır. Bu düzenlemelere gelmeden önce, bu sektörlerde faaliyet gösterecek “girişim şirketlerine” ilişkin hukuki yapı kurulmalıdır. Aksi halde, temeli atılmadan kurulan ve hedefe ulaşmayan bir sistem söz konusu olacaktır.

Tereddüde yer vermemek adına belirtelim ki, girişim şirketlerine ilişkin hukuki altyapı kurmak ile girişim sermayesi ekosistemine ilişkin hukuki altyapı kurmak aynı yere varmaktadır. Şöyle ki, girişim sermayesine ilişkin altyapı, yatırımcıların sermaye piyasası mevzuatı kapsamında tabi olduğu düzenlemeleri ve vergi başta olmak üzere çeşitli teşvikleri içermekle birlikte, en başta girişim şirketlerine ilişkin düzenlemelere ihtiyaç duymaktadır. Zira girişim sermayesi ekosisteminde, normal bir birleşme ve devralmadan farklı olarak, tüm aktörlerin menfaati girişim şirketinin başarılı olmasına dayanmaktadır. Girişim şirketi başarılı olduğu ve yatırım aldığı müddetçe değerlendirilmekte ve değerlendirildikçe de yatırımcılarına kâr elde ettirmektedir. İşte bu sebeple, girişim sermayesi

yatırımcılarıyla iletişime geçildiğinde, başlıca mevzuat beklentisinin girişim şirketlerinin niteliğine ilişkin değişiklikler olduğu görülmektedir.

Girişim şirketlerine ilişkin hukuk kuralları bakımından Delaware başta olmak üzere Amerika Birleşik Devletleri'nin çoğu ülkeye örnek olduğu, Avrupa Birliği'nin birlik bazında, üye ülkelerin ise bireysel bazda çeşitli çalışmalarının olduğu görülmektedir. Bu çalışmalardan özellikle ekonomik bir atılım gerçekleştirme hedefi taşıyan İtalya'da gerçekleştirilen “reform” başarıyla sonuçlanmıştır. Öyle ki, İtalyan uzmanlar, bu reformun diğer Avrupa ülkeleri tarafından örnek alınabileceği değerlendirmesini yapar hale gelmiştir. Avrupa Birliği ise hedeflediği çalışmaların hayata geçmesi halinde, **2.000 milyar Euro gayri safi yurtiçi hasıla (GDP) artışı ve 1 milyon yeni iş potansiyeli** beklemektedir.

İtalyan ve Avrupa tecrübelerinden hareketle, bu yönde yapılacak düzenlemelerin “köklü bir reform” veya “mevcutu iyileştirme” şeklinde iki farklı yöntem izlenerek yapılabileceği görülmektedir. Ancak mevcutu iyileştirme tercihi, Anglo-Amerikan hukukuyla etkileşim yaşanan bu alanda “yama” yapmaya benzemektedir. Özellikle Kıta Avrupası ve Anglo-Amerikan hukuku arasındaki temel farklar sebebiyle, belirli bir müesseseyi düzenlemek için yapılacak bir “yama”, sistemin gözden kaçan diğer bir yönüyle ters düşebilir. Bu sebeple, daha kapsamlı ve köklü bir çalışma yerinde olacaktır. Bu bakımdan tüm şirketler hukukunu baştan düzenlemek veya girişim şirketlerini gözeterek mevcut şirket tiplerini yeniden düzenlemek gibi radikal bir reforma da gerek yoktur. Bilakis böyle bir çalışma amacını aşacaktır. Kanaatimizce en isabetli yol, “girişim şirketleri” için özel bir şirket tipi yaratarak bu şirket tipini referans alan düzenlemeler yapmak ve bu suretle diğer şirketlere ilişkin mevcut yapıyı da mümkün olduğunca bozmamaktır.

Çalışmamızda girişim şirketleri ve girişim şirketleri aracılığıyla girişim sermayesini düzenlemek üzere atılması gereken adımlara yer verdik. Bunun için uygulamada karşılaşılan sorunları tespit etmekle başladık. Sorunları tespit etmek için; sahadaki gözlemlerimiz, yerli ve yabancı uygulamacı (yatırımcı, fon, girişimci, hukukçular) görüşleri/şikayetleri, karşılaştırmalı hukuk ve yabancı regülasyon çalışmalarından faydalandık. Takiben tespit ettiğimiz her bir sorun için karşılaştırmalı hukuktaki çözümleri dikkate alarak, Türk hukuk sistemine göre uygun

önerilerde bulunduk. Çalışmamızda varılan sonuçları şu şekilde toplamak mümkündür:

- Girişim şirketlerinin başlıca sorunları, şirket kuruluşu, çalışan pay edindirme uygulamaları, girişim sermayesine özgü erken aşama finansman sözleşmeleri, aynı sermaye taahhüdü, borca batıklık ve sermaye kaybına ilişkin TK m. 376 hükmü, girişim sermayesi yatırımlarında Rekabet Kurulu izni meselesi, Damga Vergisi başta olmak üzere vergisel teşviklerin uygulamaya dökülememesi, özellikle yabancı yatırımcısı olan girişim şirketlerinde genel kurula vekaletnameyle katılım sorunudur.
- Şirket kuruluşu bağlamında karşılaşılan sorunlar ise asgari sermaye şartı, şirket kuruluşlarının zaman ve para açısından masraflı olması ve şirket tiplerinin aranılan esnekliğe uygun olmamasıdır.
- Yabancı hukuk sistemleri incelendiğinde 1 Euro gibi sembolik rakamlara şirket kurma imkanı olduğu görülmektedir. Diğer bazı ülkelerde olduğu gibi zorunlu denetim veya benzeri masraflar bulunmamakla birlikte, Türk hukukundaki asgari sermaye şartları girişimcilere fazla gelmektedir. Bu durumda girişimciler şirket kurmaksızın faaliyet göstermek veya ileride anonim şirkete dönüştürmek üzere limited şirket kurmak gibi tercihlerde bulunmaktadır.
- Limited şirketlerin daha düşük asgari sermaye gerektirmesi ve %25 peşin sermaye ödenmesine ihtiyaç duyulmaması, limited şirketlerin bu sorunu çözdüğü yanlışına sebep olabilmektedir. Ancak hem bu meblağların nihayetinde ödenecek olması hem de ilerleyen süreçte anonim şirkete dönüşme zorunluluğu daha yüksek masraflara yol açması limited şirketin çözüm olmadığını göstermektedir. Çalışmamızda detaylıca açıklandığı üzere, mevcut sistemde girişim şirketlerinin yapısına en uygun düşen şirket tipi anonim şirkettir.

- Bu sebeple asgari sermaye şartının esnetildiği yeni bir şirket tipi öngörülmesi yerinde olacaktır. Bu bakımdan girişim şirketi olarak yeni bir şirket türü düzenlenmelidir. Bu şirket türü yabancı hukuk sistemlerinde genellikle limited şirket esas alınarak düzenlenmektedir. Ancak bu tercih, Kıta Avrupası'nın geleneksel olarak limited ve anonim şirketlere yüklediği anlamlardan kaynaklanmaktadır. Yine anonim şirketlerin AB nezdinde büyük oranda yeknesaklaştırılmış olup limited şirketlerin üye ülke tercihlerine bırakılması, limited şirketler konusunda üye devletlere serbesti tanımaktadır.
- Ancak Türkiye bakımından böyle bir durum bulunmamaktadır. Bilakis limited şirket de emredici hükümlerle düzenlenen, büyük oranda anonim şirkete atıf yapılan, “küçük anonim şirketler” olarak tasarlanmıştır. Ancak limited şirketlerin dışa kapalı kurgusundan kaynaklanan bazı özellikleri, örneğin halka arz/kitle fonlamasına elverişli olmaması, ve emredici düzenlemeler gibi hususlar da girişimcilerin karşılaştığı diğer sorun ve eksikliklerdir. Dış finansmana elverişli yapısı ve mevcut teşviklerin anonim şirket esas alınarak düzenlenmesi başta olmak üzere, çalışmamızda detaylıca açıkladığımız sebepler anonim şirketin girişim şirketleri için daha uygun olduğunu göstermektedir. Bu sebeple özel bir şirket türü olarak öngörülecek “girişim şirketinin” limited şirket yerine anonim şirket esas alınarak düzenlenmesi isabetli olacaktır.
- Mevcut anonim şirket hükümlerine istisnalar getirmektense “girişim şirketi” şeklinde yeni bir tür tasarlamak aynı zamanda daha temkinli bir adım olacaktır. “Girişim şirketi” şeklinde bir tür öngörülmeden asgari sermaye şartları ve emredici kuralların esnetilmesi, üçüncü kişi güveninin kötüye kullanılmasına elverişli bir zemin hazırlayabilir. Diğer ülkelerdeki gibi sorumluluk hükümleri veya tasfiyeye yol açacak önlemlerle üçüncü kişinin korunması hedeflenebilir ancak tasfiyeye giren bir şirket girişim aşamasında olduğu takdirde muhtemelen alacaklı menfaatini tatmin edemeyecektir. Bu bakımdan “girişim şirketi” unvanı taşıyan ve kendisine özel sicil kaydı olan

bir şirketle iş yapan üçüncü kişiler, şirket sermayesi ve olası diğer riskler hakkında “uyarılmış” olacaktır.

- Asgari sermaye şartının esnetildiği yabancı örneklere bakıldığında, bu şirketlerin belirli bir mali güce ulaşabilmesi amacıyla belirli bir sermaye miktarına ulaşılan kadar zorunlu yedek akçe ayrılması sistemine başvurulduğu görülmekte olup bu yöntemin Türkiye bakımından uygulanabilir olduğu kanaatindeyiz; zira hali hazırda anonim şirketler için zorunlu yedek akçe uygulaması yeni bir husus değildir.
- Hollanda ve AB çalışmalarında şirket sermayesinden harcama yapılacağı zaman belirli durumlarda yönetimin sorumlu olmasını düzenleyen ek yöntemlerin Türkiye bakımından tek başına yeterli güvenceyi sağlayacağından tereddüt etmekteyiz. Böyle bir tercihin tek başına uygulanması noktasında temkinli olunmalı ancak diğer yöntemlerle birlikte uygulanması düşünülmelidir.
- Çalışmamızı yaparken kitle fonlaması kapsamında şirketlerin neredeyse sıfıra yakın maliyetle kurulmasının mümkün olduğunu tespit ettik. Bu hususu belirtmekle birlikte, girişim şirketlerini kitle fonlamasına muhtaç bırakmamak ve girişim şirketlerine uygun bir girişim şirketi tipi öngörmek gerekmektedir. Zira yine çalışmamızda açıkladığımız üzere, bazı durumlarda kitle fonlaması girişim şirketlerinin yatırım stratejisini olumsuz etkileyebilmektedir.
- Buna ek olarak girişim şirketlerinin henüz halka arz edilmemiş olmasına rağmen çok sayıda dış yatırımcıya ihtiyaç duyan ve yönetim/pay sahibi arasındaki menfaat ilişkilerinden daha çok pay sahipleri arasındaki menfaat ilişkilerinin düzenlenmesine ihtiyaç duyan yapısı, önceden düzenlenen emredici “kalıplara” değil, sözleşme serbestisine ihtiyaç duymaktadır. Dolayısıyla girişim şirketi türü öngörülmesi ihtiyacı, sadece asgari sermaye şartıyla ilgili değildir; aynı zamanda daha esnek bir yapıya ihtiyaç bulunmaktadır. Buna ek olarak, aşağıda yapacağımız diğer birçok önerinin

uygulanması ve kapsamının belirlenmesi için de ayrı bir "girişim şirketi" tipine ihtiyaç duyulmaktadır.

- Bu noktada ayrıca kitle fonlaması ve kripto varlık ilk arzının erken aşama girişim şirketleri için modern bir finansman yöntemi haline geldiğini belirtelim. Yabancı hukuklardan geri kalmamak adına bu faaliyetlerin düzenlenmesine devam edilmelidir. Özellikle kripto varlık ilk arzı düzenlemesi, şirket kuruluşu düzenlemeleriyle yakından ilgilidir. Şöyle ki, uygulamada "flipping" olarak anılan yöntem ile girişim şirketleri mevcut pay sahipliği yapısını koruyarak yurtdışında şirket kurmaktadır. Bu işlem özellikle yabancı yatırımcılara ulaşmak için kullanılmaktadır. Ancak kripto varlık ilk arzı düzenlemeleri ihtiyaçlara uygun bir şekilde yapıldığı takdirde, yerli girişim şirketleri yurtdışında yeni bir şirket kurmak zorunda kalmaksızın yabancı yatırımcıya ulaşarak yatırım alabilecektir. Bu vesileyle kripto varlık girişimcileri de ülkeye çekilmiş olacaktır.

- Buna ek olarak girişimcilerin teşvik edilmesi ve ekosistemin canlandırılması için şirket kuruluşunun mümkün oldukça masrafsız ve kolay olması gerekmektedir. Diğer ülke uygulamalarına bakıldığında çevrimiçi şirket kuruluşu imkanının geliştirilmesi, elektronik imza gibi dijital çözümlerin artırılması, kuruluş sürecinin hızlandırılması, çoğu işlemin tek bir elektronik adres üzerinden çözülebilmesi şeklinde çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Özellikle dijital çözümlerin artması, noter masraflarının da azalmasını sağlayacaktır.

- Girişim şirketlerinin düzenleme ihtiyacı duyduğu diğer bir konu çalışan pay edindirme uygulamalarıdır. Mevcut düzenlemeler itibariyle, çalışan pay edindirme yöntemi olarak başvurulabilecek seçeneklerden halka arz ve vakıf kurmak, maliyet ve mahiyet itibariyle girişim şirketlerine uygun değildir. Bu sebeple geriye kalan asıl yöntemler, pay devri, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımı ve şarta bağlı sermaye artırımdır. Ancak bu yöntemlere

ilişkin düzenlemeler girişim şirketlerinin karşılaştığı sorunları çözmeye yeterli gelmemektedir.

- İlk olarak girişim şirketleri özelinde “çalışan” kavramının kapsamına yönetim kurulu üyeleri ve “freelance” çalışanların dahil edilmesi uygun olacaktır. Ancak yönetim kurulu üyelerinin, -kurucu olmaları kuvvetle muhtemel olsa da- çalışan sıfatıyla pay sahibi olması bakımından belirli bir oran sınırı öngörülerek “hakimiyete” ilişkin olası menfaat çatışmalarının önüne geçilmesi mümkündür.
- Sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımında uygulanan bilançoda sermayeye eklenmesine izin verilen fonların sermayeye dönüştürülmesi şeklindeki ön şartın çalışan pay edindirme uygulamalarıyla örtüşmediği söylenebilir. Buna ek olarak, çalışanların sermaye taahhüdünde bulunmaması ihtimalinde sürecin boşa gidecek olması ve rüçhan hakkı sınırlanmış ise bu payların akıbeti hakkındaki belirsizlik gibi sebepler düşünüldüğünde, sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımının çalışan pay edindirme uygulamalarında tercih edilmediği görülmektedir.
- Şarta bağlı sermaye artırımı bu bağlamda en ideal yöntem olarak görünmektedir. Ancak sürecin masraflı ve zor olması; girişim şirketlerinin böyle bir ihtiyacı önceden tahmin ederek kuruluşta esas sözleşme hükmüne yer vermesinin muhtemel olmaması girişim şirketleri bakımından sorun teşkil etmektedir. Benzer şekilde, esas sözleşme hükmünün sonradan eklenmesi için, yabancı yatırımcıların da aralarında bulunduğu çok sayıda pay sahibinin toplanması, sermaye artırım kararı alınması, bakanlık temsilcisinin katılımının sağlanması ve sicil işlemleri girişim şirketlerini operasyonel ve mali açıdan zorlamaktadır. Bu işlemler için ihtiyaç duyulan nitelikli bir hukuk ekibi de girişim şirketleri için ayrıca mali yük teşkil etmektedir.
- Hal böyle olunca girişim şirketleri mümkün oldukça pay devri yolunu tercih etmektedir. Ancak mevcut düzenlemeler, girişim şirketinin kendi payını iktisabı noktasında özel bir düzenleme içermemektedir. Bu yol bakımından

gerekli nitelikleri haiz çalışan pay edindirme planı içeren şirketlerin yapacağı çalışan pay edindirme uygulamaları için genel kurul kararına ihtiyaç duyulmaması ve %10 pay sınırının esnetilmesi/kaldırılması yönünde düzenlemeler yerinde olacaktır.

- Pay devri yönteminin şarta bağlı sermaye artırımına tek başına alternatif olamayacağını belirtelim. En etkin uygulama bu yöntemlerin pay edindirme planı çerçevesinde birlikte kullanılmasıyla gerçekleştirilmektedir. Bu sebeple her iki yöntemin de birarada ele alınarak yeniden düzenlenmesi gerekmektedir.
- Bu konuda AB tarafından girişim şirketlerinin çok sayıda pay sahibinden oluşan genel kurul külfetine katlanmaması için çalışan pay edindirme uygulaması özelinde “oysuz pay” ihracına ilişkin düzenleme hazırlığında olduğu belirtilebilir. Ancak kanaatimizce Türk hukuku bakımından henüz bu yönde bir düzenlemeye ihtiyaç bulunmamaktadır.
- Girişim şirketlerinin gerek çalışan pay edindirme planlarını gerekse de çalışanla akdedilen geriye alım hakkını işlevsel bir biçimde uygulayabilmesi için bu hakka korporatif etki tanınmasına ihtiyaç duyulduğu görülmektedir.
- Çalışan pay edindirme uygulamalarına ilişkin sorun teşkil eden diğer bir husus ise vergi düzenlemeleridir. Çalışana sağlanan payların ücret olarak değerlendirilmesi bağlamında, girişim şirketlerinin vergi yükü altında kalması, buna karşılık ödeyeceği vergiyi doğru tespit etmesinin oldukça zor olması, bu sebeple vergi kaçırmış sayılma riskiyle karşılaşması önemli bir sorundur. Bu sorundan -mümkün olduğunca- kaçınmak için vergi danışmanı ve mali müşavirle çalışmak ise fon arayışında olan girişim şirketi için ayrı bir masraf teşkil etmektedir.
- Türk hukukunda çalışan pay opsiyonlarının vergilendirilmesinde, vergiyi doğuran olay, pay opsiyonunun kullanılması (“exercising”) olarak kabul edilmektedir. Buna karşılık karşılaştırmalı hukukta vergiyi doğuran olay

olarak, çalışanın opsiyonu kullanarak elde ettiği payı elinden çıkardığı tarih esas alınmaktadır. Diğer bir deyişle vergiyi doğuran olay ertelenmektedir. Buna ek olarak, girişim şirketinin payının değerlemesi bakımından yaşanan zorlukların önüne geçebilmek için yabancı hukuk sistemlerinde ortak bir çözüm olarak -oranları değişmekle birlikte- pay bedelinin piyasa değerinin belirli bir oran altında (%60 gibi) belirlenmesine imkân tanınmaktadır. Anılan iki çözümün Türkiye için de uygulanabileceği kanaatindeyiz. Özellikle vergiyi doğuran olayın “elden çıkarma” anına ötelenmesi fon sıkıntısı yaşayan girişim şirketleri için önemli bir kolaylık sağlayacaktır.

- Pay sahiplerinin çalışan pay edindirme yöntemi olarak kendi payını devretmesi halinde bu devrin, vergisel anlamda, “pay sahibinin olağan bir ticari devri” mi yoksa “ücret” niteliğindeki bir uygulama mı sayılacağı hususunun açıklığa kavuşturulması da kanaatimizce yerinde olacaktır.
- Hukuki düzenlemeye kavuşturulması gereken diğer bir mesele ise erken aşama girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan kendine özgü sözleşme tipleridir. Borç sermaye karması sözleşme, SAFE, KISS bu sözleşmelerden başlıcalarıdır. Borç sermaye karması sözleşmeleri ilk olarak borçlanma aracı teşkil eden ve etmeyen şeklinde iki tür olarak değerlendirmek gerekmektedir.
- Borç sermaye karması sözleşmelerin ifası bakımından payın borca dönüştürülmesi için en “işlevsel” ve gerçek anlamda “dönüşmenin” görüldüğü yöntem, şarta bağlı sermaye artırımındır. Ne var ki, şarta bağlı sermaye artırımının kapsamı TK m. 463 hükmünde açıkça çalışanlara tanınan pay alım hakkı ile tahvil ve benzeri borçlanma araçlarına hasredilmiştir. Bu bakımdan borç sermaye karması sözleşme yapılırken şarta bağlı sermaye artırımı hedeflendiği takdirde borç sermaye karması sözleşmenin borçlanma aracı olarak ihracı zorunlu hale gelmektedir. Borçlanma araçlarının sermaye piyasası mevzuatına tabi olması, yarattığı operasyonel ve mali yük girişim şirketlerine “ağır” gelmektedir. Kaldı ki, şarta bağlı sermaye artırımının

kendisi, çalışan pay edindirme uygulamalarında ifade edildiği üzere çeşitli sorunlara sebep olmaktadır.

- Bu durumda, Türk uygulamasında daha yaygın olduğu şekilde, geriye borç sermaye karması sözleşmenin borçlar hukuku temelinde kullanımı ve “alacakların” sermaye taahhüdü yoluyla sermaye artırımına konu olması seçeneği kalmaktadır. Ancak bu yol için iki temel sorun bulunmaktadır. İlki ifa edilmeme halinde korporatif etki olmayacağı için asıl olarak tazminat talebinin gündeme gelmesidir. Oldukça yüksek meblağların konuşulduğu bu işlemler için tereddütler yaratan, “hukuki belirlilikten” yoksun düzenleme ve çözümler kabul edilemez.
- Kanaatimizce ilk olarak sermaye piyasası mevzuatında bir düzenleme yapılarak borç sermaye karması sözleşmelerin borçlanma aracı niteliğinde olabileceği gibi olmayabileceği de açıkça belirtilmeli ve borçlanma aracı niteliğinde olmayan borç sermaye karması sözleşmelerin sermaye piyasası mevzuatı dışında olduğu vurgulanmalıdır. Borçlanma aracı niteliğindeki borç sermaye karması sözleşmeler bakımından, paya dönüştürülebilir tahvil hükümleri, yukarıdaki önerilerimiz kapsamında getirilen yeni “girişim şirketi” tipinin özellikleri düşünülerek düzenlenmelidir. İhraç limiti girişim şirketlerinin en azından kurumsal yatırımcılara tahsis ettiği (GSYO ve GSYF) paya dönüştürülebilir tahviller için genişletilebilir. Bir adım ileri giderek kanaatimizce kaldırılabilir. Zira söz konusu yatırımcılar yaptıkları yatırımın getirisini ve maliyetini gayet iyi hesaplayabilecek, duruma göre yatırımdan vazgeçebilecek, uzmanlığa sahiptir. Öte yandan SPK başvurusu ve başvuru belgelerine ilişkin diğer yükümlülüklerle ilişkin ABD’de olduğu gibi “istisna” düzenlemesi getirilmesi de uygulamada girişim şirketlerinin borçlanma aracı şeklinde borç sermaye karması kullanmasını olumlu yönde etkileyebilir.
- Buna ek olarak, şarta bağlı sermaye artırımının girişim şirketleri özelinde ayrıca düzenlenmesi; kapsamına borçlanma aracı teşkil etmeyen borç sermaye karması sözleşmelerin de dahil edilmesi ve operasyonel açıdan

kolaylıklar sağlanması şarta bağlı sermaye artırımını sistemini girişim şirketleri tarafından gerçek anlamda tercih edilen bir yöntem haline getirecektir.

- Son olarak alacakların sermaye taahhüdüne konu olması halinde mali müşavir raporunun yeterli olmasına dair “yasal” düzenleme yapılması, en azından girişim şirketleri bakımından, yerinde olacaktır. Nitekim yurtdışında sadece alacak taahhüdü için değil, aynı zamanda genel olarak aynı sermaye taahhüdü için girişim şirketlerine değerlendirme konusunda bu yönde kolaylık sağlandığı görülmektedir.
- SAFE sözleşmesi için yapacağımız değerlendirme ve öneriler büyük ölçüde borç sermaye karması sözleşme için de geçerlidir. SAFE sözleşmesi en azından “girişim şirketleri” tarafından yapılacak şarta bağlı sermaye artırımının kapsamına alınmalıdır. Buna ek olarak, hangi şartları taşıyan SAFE sözleşmelerinin sermaye piyasası mevzuatı kapsamında olduğu, sermaye piyasası mevzuatı kapsamında olan SAFE sözleşmelerinin ise hangi şartlarda hangi yükümlülüklerden istisna tutulduğu açıkça düzenlenmelidir.
- KISS sözleşmesi bakımından borç sermaye karması niteliğinde olan türü için borç sermaye karması sözleşmelere ilişkin tespitler; SAFE sözleşmesine benzeyen türü için ise SAFE sözleşmesine ilişkin tespitler geçerlidir.
- Girişim sermayesi uygulamasında karşılaşılan sorunlardan bir diğeri ise fikri ve sınai haklar ile alacak haklarının aynı sermaye niteliğinden kaynaklanan değerlendirme zorunluluğudur. TK m. 343 uyarınca mahkeme tarafından atanan bilirkişilerin uygulamada girişim şirketlerinin sahip olduğu “fikri hakların” değerlemesini yaparken zorluk yaşadığı görülmektedir. Öte yandan anonim şirketlerde aynı sermaye değerlendirme prosedürünü düzenleyen TK m. 343 gerek düzenleniş biçimi itibarıyla⁷⁸⁰ gerekse de uygulamada sürecin gereksiz yere uzamasına yol açması sebebiyle eleştiri konusu olmaktadır.

⁷⁸⁰ Örneğin “*şirket merkezinin bulunacağı yerdeki asliye ticaret mahkemesince atanan bilirkişilerce değer biçilir*” şeklindeki hükmün kuruluş aşamasında şirketlere ne şekilde uygulanacağı belirsizdir. Henüz kabul edilen bir esas sözleşme bulunmadığına göre yetki hükmünün kadük olduğu ve HMK m.

- Asgari sermaye zorunluluğunun kaldırıldığı veya büyük ölçüde esnetildiği bir girişim şirketi tipi önerimiz kuruluş bakımından aynı sermayeye başvurma ihtiyacını da dolaylı olarak kaldıracaktır. Ancak hemen yukarıda yer verdiğimiz sorunlar, şirket kuruluşundaki asgari sermaye meselesini aşmaktadır. Girişimci yatırım almak için sahip olduğu fikri hakları girişim şirketinde sermaye olarak bulundurmak zorunda kalmaktadır. Fikri hakların devrine ilişkin sözleşmelerden kaynaklanan vergisel sorunlar da uygulamada bu hakların en baştan sermaye olarak konulması ihtiyacını yaratmaktadır. Yine mevcut uygulama itibariyle borç sermaye karması sözleşmelerde yatırımcının alacak hakkının sermaye olarak taahhüdü söz konusu olmaktadır. Gerçi bu durum Ticaret Sicili genelgeleriyle pay sahibi olan yatırımcı lehine esnetilse de sorun çözülmemektedir. Zira Genelge pay sahibi olmayan yatırımcılar için bir kolaylık sağlamadığı gibi yatırımcı nezdinde “normlar hiyerarşisinden” kaynaklanan bir belirsizlik yaratmaktadır. Özellikle yabancı yatırımcı yatırım yaparken mümkün oldukça “belirsizliklerden” kaçınmaktadır.
- Kanaatimizce Genelge ile getirilen çözümü “girişim şirketleri” özelinde ilk olarak en azından “fikri ve sınai hakların değerlemesi” ve ayrıca düzenlemeye konu edilecek olan erken aşama finansman sözleşmeleri kapsamında yatırımcıların “alacak haklarının” değerlemesine genişletmek isabetli olacaktır. Diğer bir deyişle, girişim şirketlerinde aynı sermaye unsuru olarak “fikri ve sınai hak” veya “alacak hakkı” taahhüt edilirken yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir raporuyla yapılacak bir değerlendirme yeterli görülmelidir. Bu düzenleme ikincil mevzuata bırakılmamalı ve doğrudan kanun metninde yer almalı; “normlar hiyerarşisi” kaynaklı bir belirsizliğe izin verilmemelidir. Bununla birlikte, tedbir olarak, ilgili uzman

384 uyarınca çekişmesiz yargı işlerine ilişkin genel hükümlerin uygulanması önerilmektedir. Bu konu ve hükümden kaynaklanan diğer sorunlar hakkında detaylı bilgi için bkz. Çonkar, **Aynı Sermaye**, s. 322 vd.

mali müşavirler için ayrıca uzmanlık kriterleri öngörülebileceği gibi yönetim kurulu üyelerinden sorumluluk beyanı alınması mümkündür.

- Öte yandan, girişim şirketlerinin çoğu zaman TK m. 376 hükmünün kapsamına girdiği görülmektedir. Bu durumun özellikle yabancı yatırımcıya izahı güç olabilmektedir; zira hukuki inceleme raporunda “borca batık” veya “özel tedbirler” uygulanmasını gerektiren bir şirket görünmektedir. Ancak daha önemlisi TK m. 376 kapsamında doğrudan sermaye artırımını yapma imkanı taşıyıp taşımadığı hususunun tartışmalı olduğu bir şirket bulunmaktadır. Gerçi Tebliğ hükümleri ile bu tartışmanın önüne geçilmeye çalışılmıştır. Ancak Tebliğ beraberinde “normlar hiyerarşisi” tartışmasını getirerek yine “hukuki belirsizliği” sürdürmektedir. TK m. 376 kapsamına giren bir girişim şirketinin doğrudan sermaye artırımını yapamaması, sermaye yatırımı alamaması anlamına gelmektedir. Borç sermaye karması sözleşmeler başta olmak üzere “ertelenmiş sermaye yatırımları” kanaatimizce bu belirsizlik karşısında mevcut durumda yatırımcı için önemli bir çözüm teşkil etmektedir. Bu konuda kanaatimizce en azından girişim şirketleri özelinde hükmün gözden geçirilmesi ve yatırım almak amacıyla yapılacak doğrudan sermaye artırımlarının hükmün kapsamına girmediği ifadesinin kanunla düzenlenmesi yerinde olacaktır.
- Diğer bir sorun, öldürücü devralmalara müdahale etmek amacıyla yapılan teknoloji teşebbüslerine ilişkin düzenlemedir. Öldürücü devralmalar için yapılan düzenleme bilinçli bir tercih olmadan girişim sermayesi yatırımlarının izin prosedürüne tabi olmasına yol açmış ve yatırımcı nezdinde bir belirsizlik yaratmıştır. Teknoloji teşebbüslerine ilişkin düzenleme yapılmadan önceki süreçte dahi, GSYF ve GSYO gibi kurumsal yatırımcıların girişim şirketlerine yatırım yaparken çeşitli kontrol hakları talep etmesi ve ciro hesabında “portföyünün” dikkate alınabilmesi bu yatırımlarda Rekabet Kurulu iznini gündeme getirmekteydi. Öyle ki, bu durum uygulamada bazı yatırımcıların yakınmalarına sebep olmaktaydı. Ancak yine de ciro eşikleri bakımından girişim şirketlerinin düşük olan cirosu

Rekabet Kurulu iznini bu yatırımlar için istisnai hale getirmekteydi. Şimdi ise öldürücü devralmalara müdahale etmek amacıyla düzenlenen teknoloji teşebbüsü tanımı ve buna ilişkin ciro eşiği, durumu tersine çevirerek girişim sermayesi yatırımlarının Rekabet Kurulu iznine tabi olmasına kapı aralamıştır.

- Yapılan uluslararası çalışmalarda ise girişim sermayesi yatırımlarının ilgili rekabet kurulu otoritelerinin iznine tabi tutulması halinde %23 ile %56 arasında azaldığı tespit edilmiştir. Yine girişim sermayesi bağlamında yatırımcı dostu ülkeler için yapılan endekslerde bu tarz zorunlu onay mekanizmalarının olumsuz karşılandığı görülmektedir. Kaldı ki, girişim sermayesi yatırımlarının azalması veya daha geniş bir ifadeyle girişimcilerin girişimlerinde tasfiye durumu (“liquidity event” anlamında) sağlamasının zorlaşması, girişimcilerin de hevesini kaçıracaktır.
- Yapılacak bir regülasyon çalışmasıyla bu husustaki belirsizliğin giderilerek - öldürücü devralma düzenlemesinin amacı dışında kalan- girişim sermayesi yatırımlarının teknoloji teşebbüslerine ilişkin ciro eşiği düzenlemesinde kapsam dışı olduğunun vurgulanması isabetli bir tercih olacaktır. Bu bakımdan yapılacak düzenlemede, girişim sermayesi yatırımlarını somutlaştırmak adına GSYF ve GSYO tarafından yapılan girişim sermayesi yatırımları esas alınabilir.
- Damga vergisi başta olmak üzere, vergisel anlamda getirilen teşviklerin pratikte uygulanmadığı görülmektedir. Uygulamada, özellikle “emisyon primli” sermaye artırımlarında, yüksek meblağlara konu olan bu işlemlerden yüksek oranda damga vergisi talep edildiği ifade edilmektedir. Vergisel teşviklerin uygulanması için ilave önlemlere ihtiyaç bulunmaktadır.
- Son olarak, girişim şirketlerinin yabancı yatırımcıları da içine alan çok pay sahipli yapısının Genel Kurul Yönetmeliği düzenlenirken öngörülmediği kanaatindeyiz. Yabancı yatırımcıların da dahil olabildiği çok sayıda pay sahibi (yatırımcısı) olan girişim şirketlerinin genel kurul tarihini belirlemesi

bile oldukça güçtür; zira birbirinden yoğun takvimleri olan pay sahiplerini ortak bir tarihe ikna etmek kolay olmamaktadır. Çok pay sahipli şirket yapısının doğası gereği yaşanan bu sorun, yabancı yatırımcıların bulunduğu girişim şirketleri için katlanmaktadır. Yabancı yatırımcıya her bir genel kurul için ayrıca noter onaylı vekaletname düzenletmek ve bunu yaparken genel kurul tarihini de diğer pay sahipleriyle uyumlu tutabilmek girişim şirketleri için operasyonel anlamda büyük sorun yaratmaktadır.

- Bu konuda kanaatimizce, “girişim şirketi” için yaratılan özel şirket tipinde pay sahibi bulunan yabancı GSYF ve GSYO için bir istisna tanınması mümkündür. Genel vekaletname yeterli görülme dahi, ilgili gündem maddeleri açıkça belirlenmek kaydıyla birden fazla kez kullanılabilen özel vekaletnamelerin yeterli görülmesi mümkündür. İşlem güvenliğini tesis edebilmek adına vekilin özel vekaletnamede gösterilen işlemleri yerine getirirken vekil edenden ayrıca teyit alması ve buna bağlı olarak sorumluluk doğuran bir beyanda bulunması şartı aranabilir.

KAYNAKÇA

(Çevrimiçi), <https://themalaysianlawyer.com/2022/01/17/initial-litigation-offering-crypto-blockchain/>, SET 12.03.2022

(Çevrimiçi) <https://www.coinspeaker.com/guides/what-is-initial-litigation-offering-ilo/> SET 12.03.2022

(Çevrimiçi), https://www.theverge.com/22992086/bored-ape-yacht-club-apecoin-venture-capital-yuga-labs-money?mc_cid=4dd1120103&mc_eid=36ff9781f1, SET 06.05.2022

(Çevrimiçi), <https://tr.cointelegraph.com/ico-101/ico-vs-venture-capital-what-is-better-for-your-company>, SET 06.05.2022

(Çevrimiçi), https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_mergers_and_acquisitions_by_Apple, SET 08.05.2022

(Çevrimiçi), <https://www.alliedlegal.com.au/blog/moving-overseas-the-a-b-cs-of-flip-ups/>, SET 09.10.2022

(Çevrimiçi), <https://sapphireventures.com/blog/what-european-founders-need-to-know-about-flipping-to-a-u-s-company-structure/>, SET 09.10.2022

(Çevrimiçi), <https://startups.co.uk/analysis/startup-cooperative-business/>, SET 09.10.2022

(Çevrimiçi), <https://techcrunch.com/2019/08/05/not-your-typical-startup-how-being-a-cooperative-drives-our-business-and-product-development/>, SET 09.10.2022

(Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/startup-coop-framework-investments-floris-van-hoogenhuyze>, SET 09.10.2022

(Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/co-operatives-best-legal-framework-startup-investment-marc-wesselink>, SET 09.10.2022

(Çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/102015/series-b-c-funding-what-it-all-means-and-how-it-works.asp>, SET 10.11.2022

- (Çevrimiçi), <https://www.uschamber.com/co/run/finance/what-are-investment-rounds> , SET 11.10.2022
- (Çevrimiçi), <https://visible.vc/blog/startup-funding-stages/>, SET 10.11.2022
- (Çevrimiçi), <https://www.apyventures.com/post/yatirim-turu-%C3%A7e%C5%9Fi-tleri>, SET 11.10.2022
- (Çevrimiçi), <https://medium.com/the-saas-growth-blog/from-pre-seed-to-series-c-startup-funding-rounds-explained-f6647156e28b> , SET 11.10.2022
- (Çevrimiçi),<https://medium.com/@melih.a/giri%C5%9Fim-sermayesi-hukuku-104-paya-d%C3%B6n%C3%BC%C5%9Ft%C3%BCr%C3%BClebilir-bor%C3%A7-y%C3%B6ntemi-ile-yat%C4%B1r%C4%B1m-vey%C3%BCksek-8ff067b495c> SET 21.11.2022
- (Çevrimiçi), <http://www.paulgraham.com/hiresfund.html>, SET 23.11.2022
- (Çevrimiçi), <https://schor.medium.com/explaining-the-simple-agreement-for-future-tokens-framework-15d5e7543323> SET 30.11.2022
- (Çevrimiçi), <https://coinmarketcap.com/alexandria/glossary/simple-agreement-for-future-token-saft>, SET 30.11.2022
- Akbulak,
Yavuz: “6322 Sayılı Kanun İle Getirilen Girişim Sermayesi Fonu”, **İstanbul Barosu Dergisi**, C: 87, S: 2, 2013, s. 214-224
- Aksan,
Nihan
Zeynep: **Paya Dönüştürülebilir Tahviller**, İstanbul, 2018
- Arıcı,
Fatih;
Veziroğlu,
Cem: **Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018
- Armour,
John;
Cumming,
Douglas: “The Legislative Road to Silicon Valley”, **Oxford Economic Papers**, C: 58, S: 4, 2006, s. 596-635
- Aslan, İ.
Yılmaz: **Rekabet Hukuku**, 6. bsk., Ekin Yayınevi, Bursa, 2021

- Avalanche: “Initial Litigation Offerings to Bring \$10B Asset Class to Avalanche and Retail Investors for the First Time”, (Çevrimiçi), <https://medium.com/avalancheavax/initial-litigation-offerings-to-bring-10b-asset-class-to-avalanche-blockchain-retail-investors-2aff880fa641>, SET 12.03.2022
- Aydın,
Erkan: “Girişim Sermayesi Yatırım Fon ve Ortaklıklarının Gelir Vergisi ve Kurumlar Vergisi Bakımından Vergilendirilmesi”, **MÜ İİB Dergisi**, C: 37, S: 2, 2015, s. 57-82
- Aydoğan,
Fatih: “Federal Almanya’da Limited Şirketler Kanunu’nda (GmbHG) Yapılan Değişiklikler-Yenilikler (MoMiG)”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 25, S:3, 2009, s. 391-421
- Aydoğan,
Fatih: **Tek Kişi Ortaklığı**, İstanbul, 2012
- Ayoğlu,
Tolga: **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018
- Ayoğlu,
Tolga: “Sermaye Avansı Kavramı Üzerine Düşünceler”, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 29-59
- Balcı,
Umut: “Kripto Paraların Ceza Hukuku Boyutu ve Türk Mevzuatındaki Muhtemel Düzenlenme Yeri”, **TBB Dergisi**, C: 34, S: 155, 2021, s. 203-259
- Barlas,
Nami: **Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2016
- Bartolacelli
, Alessio: “Almost Capital-less Companies in Europe: Trends, Variations, Competition”, **European Company and Financial Law Review (ECFR)**, 14:1, 2017, s. 187-233
- Baş, Kadir: **Çalışanların Pay Sahipliği Yoluyla Anonim Şirkete Katılımı**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021
- Batiz-
Benet,
Juan;
Santori,
Marco;
Clayburgh,
Jesse: **The SAFT Project: Toward a Complaint Token Sale Framework**, (Çevrimiçi), <https://saftproject.com/static/SAFT-Project-Whitepaper.pdf>, SET 29.11.2022

- Berle Jr., A. A.: “Convertible Bonds and Stock Purchase Warrants”, **Yale Law Journal**, C: 36, S: 5, 1927, s. 649-666
- Bernthal, J. Brad: “The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology”, **BYU Law Review**, C: 2018, S: 4, 2019, s. 773- 858
- Biçer, Levent: **Anonim Şirketlerde Şartlı Sermaye**, İstanbul, 2009
- Binance Academy: (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/>, SET 12.02.2022
- Binance Academy: (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/glossary/>, SET 10.03.2022
- Binance Academy: **What Is an Initial Exchange Offering (IEO)?**, (Çevrimiçi) <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-initial-exchange-offering-ieo>, SET 12.03.2022
- Binance Academy: **What Is an IDO (Initial DEX Offering)?**, <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-ido-initial-dex-offering>, (Çevrimiçi), 12.03.2022
- Binance Academy: **What Are Liquidity Pools in DeFi and How Do They Work?**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/what-are-liquidity-pools-in-defi>, SET 12.03.2022
- Binance Academy: **A Beginner’s Guide to Security Tokens**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/a-beginners-guide-to-security-tokens> SET 12.03.2022
- Binance Academy: **What Is an ICO (Initial Coin Offering)?**, (Çevrimiçi), <https://academy.binance.com/en/articles/what-is-an-ico>, SET 12.03.2022
- Blockchain Türkiye: **Kripto Para ve ICO Raporu**, Mayıs 2020, (Çevrimiçi) [https://bctr.org/dokumanlar/Kriptopara ve ICO.pdf](https://bctr.org/dokumanlar/Kriptopara_ve_ICO.pdf), SET 11.02.2022
- Bokert, Mark E.; Hahn, Alan: “The Benefits of Using Contract Equity to Attract, Reward, and Retain Key Employees of Closely-Held Companies”, **Employee Relations Law Journal**, C: 41 S: 2, 2015 s. 80-88

- Bratton, William W.; Wachter, Michael L.: “A Theory of Preferred Stock”, **University of Pennsylvania Law Review**, S: 161, 2013, s. 1817-1906
- Buterin, Vitalik: **Ethereum Whitepaper**, (Çevrimiçi), <https://ethereum.org/en/whitepaper/>, SET 13.03.2022
- Buxbaum, Richard M.: “Preferred Stock Law and Draftmanship”, **California Law Review**, S: 42, C: 2, 1954, s. 243-309
- Clancy, Donald K.: “What is a Convertible Debenture? A Review of the Literature in the U.S.A”, **Abacus**, C: 14, S: 2, 1978, s. 171-179
- Coinmarket cap: <https://coinmarketcap.com/charts/> (Çevrimiçi), SET 12.02.2022
- Cointelegraph: (Çevrimiçi) <https://tr.cointelegraph.com/ico-101/how-to-buy-ico-tokens-beginners-guide>, SET 12.03.2022
- Cornelli, Francesca; Yosha, Oved: “Stage Financing and the Role of Convertible Securities”, **Review of Economic Studies**, C: 70, S: 1, 2003, s. 1-32
- Coyle, John F.; Green, Joseph M.: “Contractual Innovation in Venture Capital”, **Hastings Law Journal**, C: 66, S: 1, 2015, s. 133-183
- Coyle, John F.; Green, Joseph M.: “The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts”, **Minnesota Law Review Headnotes**, 103, 2018, s. 101-125
- Cunningham, Colleen; Ederer, Florian; Ma, Song: “Killer Acquisitions”, **Journal of Political Economy**, C: 129, S: 3, 2021, s. 649-702
- Çağlayan Aksoy, Pınar: **Akıllı Sözleşmelerin Kuruluşu ve Geçerlilik Şartları**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021

- Çamoğlu, Ersin: **Limited Ortaklıklar Hukukunun Temel İlkeler**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2020
- Çapa, Mehmet S.: **Anonim ve Limited Şirketlerin Kendi Paylarını İktisap Etmesi**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2013
- Çelik, Nuri; Caniklioglu Nürşen, Canbolat, Talat: **İş Hukuku Dersleri**, 32. Bs., Beta Yayıncılık, İstanbul, 2019
- Çolak, Uğur: **Türk Patent Hukuku**, Adalet Yayınevi, Ankara, 2022
- Çonkar, M. Halil: **Anonim Ortaklıkta Ayni Sermaye**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016
- Çonkar, Mustafa H.: **Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliği Sifatının İspatlanması**, İstanbul, 2008
- Demir, Koray: **Özel Esas Sözleşme Değişiklikleri: Şarta Bağlı Sermaye Artırımı ve Esas Sermayenin Azaltılması (TTK m. 463-475)**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020,
- Demirkan, Senem: **Çalışanları Hisse Senedi Edindirme Planları ve Türkiye İçin Öneriler**, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü, Ankara 1999
- Doğancı, Doğa E: **Blokszincirine Dayalı Akıllı Sözleşmelerin Hukuki Nitelikleri, Kuruluşu, Yorumu, İfası ve Bazı Örnek Hukuki Uygulamalar**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2021
- Eczacıbaşı, Faruk: **Daha Yeni Başlıyor**, Koç Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2018
- Ekmekçi, Ömer; Yiğit, Esra: **Bireysel İş Hukuku Dersleri**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020
- Engelhardt, Gary V.; Madrian, Brigitte C.: **Employee Stock Purchase Plans**, National Bureau of Economic Research, Working Paper 10421
- Esin, İsmail: **Birleşme ve Devralmalar**, 3. bsk., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021
- EU: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52020PC0593> (Çevrimiçi), SET 26.02.2022

- EU: **Declaration on the EU Startup Nations Standard of Excellence** (Çevrimiçi),
<https://startupnationsstandard.eu/#:~:text=The%20Startup%20Nations%20Standard%20is,conditions%20to%20scale%20even%20bigger.>
 SET 15.07.2022
- European Commission : **A SME Strategy for a sustainable and digital Europe, (Çevrimiçi)**
https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/communication-sme-strategy-march-2020_en.pdf , SET 15.07.2022
- European Commission : **Final Report from the Expert Group on Intellectual Property Valuation, (Çevrimiçi),**
https://www.pure.ed.ac.uk/ws/portalfiles/portal/18765027/Expert_Group_Report_on_Intellectual_Property_Valuation_IP_web_2.pdf, SET 09.12.2022
- European Commission : **Final Report from the Expert Group on a Second Chance for Entrepreneurs, Prevention of Bankruptcy, Simplification of Bankruptcy Procedures and Support for a Fresh Start, (Çevrimiçi),**
<https://ec.europa.eu/docsroom/documents/10451/attachments/1/translations/en/renditions/native>, SET 11.12.2022
- European Commission : **Europe's next leaders: the Start-up and Scale-up Initiative, (Çevrimiçi),**
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0733&from=EN>, SET 12.12.2022
- European Commission : **Europe's next leaders: the Start-up and Scale-up Initiative, (Çevrimiçi),**
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016DC0733&from=EN>, SET 15.07.2022
- Faria, Tania L.; Martins, Margot L.; Nunes, Raquel M.: “New Trends In Merger Control: Capturing The So-Called Killer Acquisitions... And Everything Else”, **Actualidad Jurídica Uría Menéndez**, 57, septiembre-diciembre de 2021, pp. 33-53
- Fenwick, Mark; Skultetyova, Ivona; “Why ‘Venture Capital’ Is Not the Answer to Europe's Innovation Challenge”, **Lex Research Topics in Corporate Law & Economics**, Working Paper No. 2018-2

Vermeulen,
Erik P.M.:

Gelir İdaresi Başkanlığı: (Çevrimiçi), <https://www.gib.gov.tr/node/100037/pdf> SET 09.11.2022

Gelter, Martin: “Centros and Defensive Regulatory Competition: Some Thoughts and a Glimpse at the Data”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Working Paper No: 472/2019

Gerner-Beuerle, Carsten; Mucciarelli, Federico M.; Schuster, Edmund; Siems, Mathias: “The Illusion of Motion: Corporate (Im-)mobility and the Failed Promise of Centros”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Working Paper No: 458/2019

Gilson, Ronald J.: “Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience”, **Stanford Law Review**, C: 55, S: 1, 2003, s. 1067-1103

Giudici, Paolo; Agstner, Peter; Capizzi, Antonio: “The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Law Working Paper No: 662/2022

Giudici, Paolo; Agstner, Peter: “Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe)?”, **European Business Organization Law Review**, 20, 2019, s. 597-632

Glazer, Daniel: **When should a UK startup establish a US company?**, (Çevrimiçi), <https://www.wsgr.com/a/web/26607/When-should-a-UK-startup-establish-a-US-company.pdf>, SET 09.10.2022

Glazer, Daniel: (Çevrimiçi), <https://www.linkedin.com/pulse/revisiting-delaware-flip-daniel-glazer/>, SET 09.10.2022

Gottschalk, Sandra; Müller: “A Second Chance for Failed Entrepreneurs: A Good Idea?”, **Small Business Economics**, C: 59, S: 1, 2022, s. 745-767

Bettina:

Gönen, **Tüzel Kişilerin Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyeliği**, İstanbul, 2015
Ramazan:

Green, “Crowdfunding and the Not-So-Safe SAFE”, **Virginia Law Review**
Joseph M.; **Online**, S: 168, 2016, s. 168-182
Coyle, John
F.:

Gündoğdu, “Anonim Ortaklık ile İşçileri Arasındaki İlişkide Yönetim Kurulu
Görkem; Üyesinin Hukuki Durumu”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi**
Kaplan **Mecmuası**, C: 65, S: 2, 2007, s. 253-271
Hasan:

Gürkaynak, **Rekabet Hukuku**, Seçkin Yayınevi, İstanbul, 2022
Gönenç:

ICC: **ICC Fikri Mülkiyet Yol Haritası**, (Çevrimiçi),
<https://icc.tobb.org.tr/docs/2021/iproadmap2020turpagesint.pdf>, SET
09.12.2022

İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, 4. Bsk, Yasa Yayıncılık, İstanbul, 1989
Oğuz:

İnce, Salih **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri**
T.: **Sözleşmesi**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2019

Karabacak, **Açığa Satış İşlemleri**, SPK Denetleme Kurulu, Yeterlik Etüdü,
Serkan: İstanbul, 2002

Karatay, **Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE’lerin (Simple Agreement for**
Elçin: **Future Equity) Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi**, İstanbul, 2019

Kendigelen **Şirketler Hukuku Cilt I**, 1. Bsk., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul,
, Abuzer; 2021
Kırca,
İsmail:

Kendigelen **Şirketler Hukuku Cilt III**, 1. Bs., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul,
, Abuzer; 2022
Kırca,
İsmail:

- Kendigelen, Abuzer: **Yeni Türk Ticaret Kanunu: Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016
- Kılıç, Serdar: **Startup Şirketlerde Hisse Opsiyon Planlarının Vergilendirilmesi: Türk ve Bazı Ülke Uygulamalarının Kıyaslanması**, (Çevrimiçi), <https://bogaziciventures.com/tr/startup-sirketlerde-hisse-opsiyon-planlarinin-vergilendirilmesi-turk-ve-bazi-ulke-uygulamalarinin-kiyaslanmasi/>, SET 09.11.2022
- Kırca, İsmail; Şehirali Çelik, Feyzan H.; Manavgat, Çağlar: **Anonim Şirketler Hukuku, C:1, Temel Kavram ve İlkeler, Kurulu, Yönetim Kurulu**, On İki Levha Yayıncılık, Ankara, 2013
- Kırca, İsmail: “Escrow Sözleşmesi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 19, S: 1, 1997, s. 45-61
- Kluiver, Harm Jan: “Towards a Simpler and More Flexible Law of Private Companies: A New Approach and the Dutch Experience”, **European Company and Financial Law Review**, C: 3, S: 1, 2006, s. 45-68
- Koçak, Ahmet N.: **Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu**, İstanbul, 2018
- Korkmaz, Özgecan: **Amerikan Hukuku ile Karşılaştırmalı Paya Dayalı Kitle Fonlaması**, (Çevrimiçi), İstanbul, 2020, <https://tez.yok.gov.tr/>, SET 07.01.2022
- Lasicki, Tyler: **The Rise of Alternative Early Stage Financing Methods**, Honors Scholar Theses, 2021
- Lehot, Louis; Ravski Alexander: **Flipping Your Business into the United States: Meet the Delaware C Corporation**, (Çevrimiçi), <https://www.jdsupra.com/legalnews/flipping-your-business-into-the-united-4658631/>, SET 08.10.2022
- Lerner, Josh: “When Bureaucrats Meet Entrepreneurs: The Design Of Effective ‘Public Venture Capital’ Programmes”, **The Economic Journal** (112), s. 73-84
- Lombardo, Stefano: “Regulatory Competition in European Company Law. Where do we stand twenty years after Centros”, **European Corporate Governance Institute (ECGI)**, Law Working Paper No:452/2019

- Lundqvist, Björn: “Killer Acquisitions and Other Forms of Anticompetitive Collaborations (Part II): A Proposal for a New Notification System”, **European Competition and Regulatory Law Review**, C: 5, S: 4, 2021, s. 344-363
- Madl, Amy C.: “Killing Innovation?: Antitrust Implications of Killer Acquisitions”, **Yale Journal on Regulation Bulletin**, C: 38, S: 28, 2020, s. 28-52
- Manavgat, Çağlar: “Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması”, **Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan**, On İki Levha Yayıncılık, 2019, İstanbul, s. 765-786
- Mert, Bayer M.: **Milletlerarası Tahkimde Üçüncü Kişi Finansmanı**, İstanbul, 2019
- Moroğlu, Erdoğan: **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2018
- Moroğlu, Erdoğan: **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, 9. bsk., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2020
- Moroğlu, Erdoğan: **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu, Değerlendirme ve Öneriler**, 8. bsk., On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2016
- Nakamoto, Satoshi: **Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System**, (Çevrimiçi), <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>, SET 11.03.2022
- Nomer Ertan, Füsün: “6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C: 71, S: 2, 2013, s. 131-143
- OECD: **Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control – Background Note**, (Çevrimiçi), [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2020\)5/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2020)5/en/pdf), SET 15.12.2022
- Oğuzman, Kemal; Seliçi, Özer; Oktay-Özdemir, Saibe: **Eşya Hukuku**, 21. bsk., Filiz Kitabevi, İstanbul, 2018
- Orrick, Herrington & **Orrick’s Guide to Venture Capital Deals in Germany**, (Çevrimiçi), <https://s3.amazonaws.com/cdn.orrick.com/files/Insights/Germany-VC-FINAL-web.pdf>, 2018, SET 21.11.2022

Sutchliffe
LLP:

Özer, Aslı: **Kitle Fonlaması**, (Çevrimiçi), İstanbul, 2020, <https://tez.yok.gov.tr/>, SET 07.01.2022

Phillips,
Gordon M.;
Zhdanov,
Alexei: “Venture Capital Investments, Mergers and Competition Laws Around The World”, **Tuck School of Business**, Working Paper No: 3072665

Pollman,
Elizabeth: “Startup Governance”, **University of Pennsylvania Law Review**, S:168, 2019, s. 156-221

Poroy,
Reha;
Tekinalp
Ünal,
Çamoğlu
Ersin: **Ortaklıklar I**, 14. bs., Vedat Kitabevi, İstanbul, 2019

Poroy,
Reha;
Tekinalp
Ünal,
Çamoğlu
Ersin: **Ortaklıklar II**, 14. bs., Vedat Kitabevi, İstanbul 2019

Poroy,
Reha;
Tekinalp,
Ünal: **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, 22. bs., Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2018

Pricewaterh
ouseCooper
s: **Employee Stock Options in the EU and the USA**, USA, Final Report, 2002

Pricewaterh
ouseCooper
s: **Employee Stock Options in the EU and the USA**, Germany, Final Report, 2002

Prusak,
Blazej;
Morawska,
Sylwia;
Lukowski,
Michal;
Banasik, “The Impact of Bankruptcy Regimes on Entrepreneurship and Innovation. Is There Any Relationship?”, **International Entrepreneurship and Management Journal**, C: 18, S: 1, 2022, s. 473-498

Przemysław:
w:

Pulaşlı, Hasan: “Sermayesiz Sermaye Şirketi ile Ortaya Çıkan Hukuki Sorunlar ve Bunlara Karşı Alınması Gereken Hukuki Önlemler”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 34, S:2, 2019, s. 5-19, s. 9

Pulaşlı, Hasan: “Türk Ticaret Kanunu Tasarısına Göre Anonim Şirketlerde Sermaye Artırımı”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 23, S: 4, 2006, s. 35-90

Ray, Russ: “Phantom Stock: Deferred Compensation Without Ownership”, **Journal of Deferred Compensation**, C: 7, S: 1, 2001, s. 31-35

Rekabet Kurumu: **Yatay Birleşme ve Devralmaların Değerlendirilmesi Hakkında Kılavuz**, (Çevrimiçi), <https://www.rekabet.gov.tr/Dosya/kilavuzlar/yatay-birlesme-ve-devralmalarin-degerlendirilmesi-hakkinda-kilavuz-2022-20220304105516737-pdf>, SET 15.12.2022

Richman, Thomas: **Party in the USA: How to Flip Up Your Startup**, (Çevrimiçi), <https://legalvision.com.au/party-in-the-usa-how-to-flip-up-your-startup/>, SET 09.10.2022

SEC: <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets> (Çevrimiçi), SET 18.02.2022

SEC: (Çevrimiçi), https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes, SET 24.11.2022

Sermaye Piyasası Kurulu: **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, Ankara, 2016, Sermaye Piyasası Kurulu (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/Dosya/71>, SET: 24.10.2021

Smejkal, Vaclac: “Concentrations in Digital Sector – A New EU Antitrust Standard for “Killer Acquisitions” Needed?”, **Journal for the International and European Law, Economic and Market Integrations**, C: 7, S: 2, 2020, s. 1-16

Sokol, D. Daniel: “Merger Law for Biotech and Killer Acquisitions”, **Florida Law Review**, C: 72, 2020-2022, s. 1-9

Soykan, İsmail C.: **Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı**, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019

- SPK: <https://www.spk.gov.tr> (Çevrimiçi), SET 13.02.2022.
- Süzek, Sarper: **İş Hukuku**, 18. Bsk., Beta Yayıncılık, İstanbul, 2019
- Szabo, Nick: **Smart Contracts: Building Blocks for Digital Markets**, (Çevrimiçi), https://www.fon.hum.uva.nl/rob/Courses/InformationInSpeech/CDROM/Literature/LOTwinterschool2006/szabo.best.vwh.net/smart_contracts_2.html, SET 11.03.2022
- Tekinalp, Gülören: “Milletlerarası Özel Hukukta Ortaklıkların Merkezi Kriteri AT Hukuku ve MÖHUK”, **Milletlerarası Hukuk ve Milletlerarası Özel Hukuk Bülteni**, C: 19, S: 1, 1999, s. 909-921
- Tekinalp, Ünal: **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2020
- Tekinalp, Ünal: **Fikrî Mülkiyet Hukuku**, 5. bs., Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2012
- Tevetoğlu, Mete: **Hukuki Yönleriyle Kripto Varlıklar ve Kripto Varlıkların İlk Arzı**, 2. bs., Aristo Yayınevi, İstanbul, 2021
- Turan, Gökçen: “Ticaret Bakanlığı’nın TTK 376 Hükmünün Uygulama Esaslarına İlişkin Tebliğinin Üçte İki Sermaye Kaybı Halinde Doğrudan Sermaye Artırımı Yapılabilmesine İmkan Tanıyan Hükümleri Üzerine Düşünceler”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi**, C: 6, S: 1, 2020, s. 142-153
- Turgot, Claire: “Killer Acquisitions in Digital Markets: Evaluating the Effectiveness of the EU Merger Control Regime”, **European Competition and Regulatory Law Review**, C: 5, S: 2, 2021, s. 112-121
- UK: (Çevrimiçi), **Employee Ownership & Share Buy Backs, Simple Guide to the Companies Act 2006 (Amendment of Part 18) Regulations 2013 & 2015**, https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/492695/BIS-15-288_Employee-ownership-share-buy-backs.pdf, SET 07.11.2022
- Uysal, Levent: “6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve Ticaret Kanunu Tasarısı Kapsamında Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu ve Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu -I”, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, C: 1, S: 80, 2009, s. 315-366

- Whittlesey, Fred E.: “Expanding the Phantom Stock Concept”, **Compensation & Benefits Review**, C: 26, S: 6, 1994, s. 49-56
- Williams, Spencer: “Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection Between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms”, **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, C: 23, S: 1, 2017, s. 105-172
- Y Combinator : (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/documents/#downloads>, SET 23.11.2022
- Y Combinator : (Çevrimiçi), <https://web.archive.org/web/20180530225245/https://www.ycombinator.com/documents/>, SET 23.11.2022
- Y Combinator : Post Money SAFE User Guide, (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/assets/ycdc/Primer%20for%20post-money%20safe%20v1.1-2af8129e12effd9638eeab383b7309142c8f415e5cdb0bc210d573f779177a1c.pdf>, SET 24.11.2022
- Y Combinator : (Çevrimiçi), <https://www.ycombinator.com/handshake>, SET 26.11.2022
- Yanlı, Veliye: “Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemeleri”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**, C: 36, S: 1, 2020, s. 31-52
- Yenisey, Kübra D.: “Anonim Şirket Yönetim Kurulu Üyeliği ve İş Sözleşmesi”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası**, C: 74, S: Prof. Dr. Fevzi Şahlanan’a Armağan Sayısı, s. 313-336
- Yılmaz, Gülşah: **Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı**, İstanbul, On İki Levha Yayıncılık, 2018
- Yılmaz, Gülşah: “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği Açısından Girişim Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Sözleşmeler”, **İstanbul Barosu Dergisi**, C: 93, S: 4, 2019, s. 165-186
- Yüksel, Cüneyt: “Understanding And Structuring “Strategic” Corporate Partnering”, **Annales de la Faculte de Droit d’İstanbul**, C: 37, S: 54, 2005, s. 217-254
- Yüksel, Sinan; **Gelişen Teknolojiler ve Hukuk I: Blokzincir**, (ed. Eylem Aksoy Retornaz, Osman G. Güçlütürk), On İki Levha Yayıncılık, İstanbul,

Güçlütürk, 2018, s. 181-245
Osman G.

Zengin, “Kitle Fonlaması Sisteminin Türkiye’ye Faydaları”, **Bankacılık ve**
Sinemis; **Sermaye Piyasası Araştırmaları Dergisi**, C: 1, S: 2, 2017, s. 22-32
Yüksel,
Serdar;
Kartal,
Mehmet T.:

