

T.C. İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ
LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

ERKEN AŞAMA GİRİŞİM ŞİRKETLERİNE YAPILAN YATIRIMLARDA
PAY SAHİBİ OLAN YATIRIMCININ HAKLARI

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mustafa Oğuz MADRAN

1700002482

Anabilim Dalı: Özel Hukuk

Program: Özel Hukuk

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Muharrem TÜTÜNCÜ

HAZİRAN 2024

T.C. İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ

LİSANSÜSTÜ EĞİTİM ENSTİTÜSÜ

**ERKEN AŞAMA GİRİŞİM ŞİRKETLERİNE YAPILAN YATIRIMLARDA
PAY SAHİBİ OLAN YATIRIMCININ HAKLARI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Mustafa Oğuz MADRAN

1700002482

Anabilim Dalı: Özel Hukuk

Program: Özel Hukuk

Tez Danışmanı: Dr. Öğr. Üyesi Muharrem TÜTÜNCÜ

Jüri Üyeleri: Dr. Öğr. Üyesi Muharrem TÜTÜNCÜ

: Doç. Dr. Onur SARI

: Pınar Çağla KANDIRALIOĞLU CUYLAN

HAZİRAN 2024

İÇİNDEKİLER

Önsöz	III
Öz	IV
Kısaltmalar	VI
Giriş	1
1. Girişim Sermayesi Nedir?	3
1.1. Genel Olarak	3
1.2. Girişim Şirketi	4
1.3. Girişim Sermayesi Ekosisteminde Yatırımcılar	10
1.3.1. Yatırımcının Önemi	12
1.3.2. Yatırımcılar	13
1.3.2.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları	14
1.3.2.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları	17
1.3.2.3. Melek Yatırımcılar	17
1.3.2.4. Kurumsal Girişim Sermayeleri	18
1.3.3. Yatırımcı Beklentileri	20
1.4. Yatırım Enstrümanları	21
1.4.1. Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmeleri	22
1.4.1.1. Simple Agreement For Future Equity (SAFE)	23
1.4.1.2. Keep It Simple Security (KISS)	24
1.4.1.3. Convertible Note (Borç Sermaye Karması Finansman Sözleşmesi)	24
1.4.2. Sermaye İştirak Sözleşmesi	25
1.4.2.1. Amaç	26
1.4.2.2. Sermaye İştirak Sözleşmesinin TTK ile Olan İlişkisi	27
1.4.2.2.1. Tek Borç İlkesi Bakımından Değerlendirme	28
1.4.2.2.2. İşlevler Ayrılığı İlkesi Bakımından Değerlendirme	29
1.4.2.3. Sermaye İştirak Sözleşmesi'nin Şirkete Etkisi	30
1.4.2.4. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Sermaye İştirak Sözleşmesinin İçeriği	34
1.4.3. Pay Devir Sözleşmesi	38
2. Sermaye (Equity) Yatırımları	39
2.1. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Sermaye Artırım Süreci	40
2.1.1. Genel Olarak Sermaye Artırımı	40
2.1.1.1. Dış Kaynaklardan Artırım	41
2.1.1.2. İç Kaynaklardan Artırım	44
2.1.2. Genel Kurul ile İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu Arasındaki İlişki ve Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkı	47
2.2. Yatırım Sonrası Ortaklık Yapısı	51
2.2.1. Esas Sermaye ve Şirket Değerlemesi Arasındaki İlişki	51
2.2.2. Pre-money Valuation (Yatırım Öncesi Değerleme) ve Post-money Valuation (Yatırım Sonrası Değerleme) Kapsamında Yeni İhraç Edilecek Pay Hesabı	53
2.2.3. Primli Pay İhracına Duyulan İhtiyaç	56
3. Pay Sahipleri Sözleşmesine Duyulan İhtiyaç ve Genel Olarak Pay Sahipleri Sözleşmesi	62
3.1. Yatırımcı Haklarına Duyulan İhtiyacın Nedeni	64
3.1.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonunun Kendi Yatırımcılarına (LP) Karşı Sorumluluğu	65

3.1.2.	Kurumsal Risk Sermayesi'nin (CVC) Ana Ortaklığa Karşı Sorumluluğu	71
3.2.	Pay Sahipleri Sözleşmesi	74
3.2.1.	Genel Olarak	74
3.2.2.	Amaç ve İşlevi	76
3.2.3.	Pay Sahipleri Sözleşmesinin Niteliği	77
3.2.4.	Pay Sahipleri Sözleşmesinin Esas Sözleşme İle Arasındaki İlişki	78
3.2.5.	Pay Sahipleri Sözleşmesinin Tüzel Kişiliğe Olan Etkisi	80
3.2.6.	Pay Sahipleri Sözleşmesinin İhlali	81
4.	Yatırımcı Hakları	88
4.1.	Önemli Genel Kurul Kararları	89
4.2.	Yönetim Kuruluna Aday Gösterme İmtiyazı	98
4.3.	Önemli Yönetim Kurulu Kararları	108
4.4.	Pay Devir Kısıtlamaları (Opsiyon Hakları)	114
4.4.1.	Pay Devir Yasağı Dönemi	115
4.4.2.	İlk Ret Hakkı (Ön Alım Hakkı)	119
4.4.3.	Birlikte Satma Hakkı	123
4.4.4.	Sürükleme Hakkı	126
4.4.5.	İlk Teklif Hakkı	129
4.4.6.	Diğer Opsiyon Hakları	130
4.4.7.	İzin Verilen Devirler	132
4.4.8.	Pay Devir Kısıtlamalarının Bağlam Kuralları Kapsamında Değerlendirilmesi	134
4.4.8.1.	TTK Kapsamında Bağlam	134
4.4.8.2.	Girişim Sermayesi Yatırımları Özelinde Değerlendirme	136
4.4.8.3.	Sonuç	140
4.4.8.4.	Yargıtay Kararlarının Yaklaşımı	140
4.4.9.	Pay Devir Kısıtlamalarının Anonim Ortaklıklara Hâkim Tek Borç İlkesi Kapsamında Değerlendirilmesi	142
4.5.	Tasfiye Payında İmtiyaz	144
4.6.	Seyrelmeme Hakkı	153
5.	Yatırımcı Hakları Nedeniyle Rekabet Kurulu İzin Gerekliliği	155
6.	Sonuç	160
	Kaynakça	164

ÖNSÖZ

Çalışma süresince her daim beni destekleyen (yeri geldiğinde de itekleyen) annem Fidan Madran’a, bıkmadan usanmadan tezin güncel durumunu soran eve dönüş arkadaşım babam Av. Cihat Madran’a, ailemizin en zekisi olarak benden çok daha sonradan yüksek lisansa başlayıp benden önce yüksek lisansı bitirebilecek olan (ben bu satırları yazarken o bir yerde doktora başlamış olabilir) ve bu minvalde bana takılan kız kardeşim Berra Madran; en büyük teşekkürü hak eden insanlar.

Desteklerini hep hissettiğim, anneannem Dilber’e, babaannem Hafize’ye, dedelerim İsmail ve Mustafa’ya da ayrıca teşekkür etmek isterim.

Benim bu alanla tanışmama üniversite yıllarında vesile olan Av. Melih Aksan’a, sağladığı huzurlu çalışma ortamı ve verdiği fırsatlar için Muhammet Aksan’a, stajyer avukatlığımdan itibaren beni bu alanlarda ilmek ilmek işleyen arkadaşım Av. Merve Kütükçüoğlu Karpuzcu’ya, girişim sermayesi ekosisteminin kurdu Av. Alper Onar Üstat’a ve VC departmanındaki diğer tüm çalışma arkadaşlarıma (Zeynep, Yağmur, Doruk, Semiha, Nihan, Betül, Ceyda ve Elif’e) ayrıca teşekkür ederim.

Bilgi birikimi ile bana ışık tutan, en yoğun zamanında dahi uzun uzun konuşabildiğim, fikirlerine başvurabildiğim Dr. Öğretim Üyesi Muharrem Tütüncü Hocama da şükranlarımı sunuyorum.

Son olarak, tez yazımında “*halledersin*”, “*yaparsın sen*” şeklinde beni bir şekilde rahatlatmayı bilen, strese girmemin önüne geçen kıymetlim Av. Rumeysa Kesen’e de en kalbi duygularıyla teşekkür (*çıkıst*) ederim.

M. Oğuz Madran

ÖZ

Yabancı kaynaklarda start-up, Türkçe’de girişim veya girişim şirketi olarak adlandırılan işletmelerin gerek finansal gerekse operasyonel anlamda yüksek çarpanlarla büyüme hedeflerini karşılama noktasında ihtiyaç duydukları finansmanı temin eden yatırımcılar, yatırım yaptıkları girişim şirketlerindeki yatırımlarını korumak için gerek pay sahipleri sözleşmesinde gerekse borç sermaye karması olarak yapılandırılmış finansman sözleşmesinde çeşitli haklar talep etmektedir.

Özellikle kendi paydaşlarına karşı da çeşitli sorumlulukları bulunan yatırımcıların talep ettiği haklar iki noktada toplanmaktadır: (i) yatırımı koruma ve (ii) girişimde şirketinden yapacağı *exit*’lerde elde edeceği menfaatlerin belirliliği. Yatırım alan girişim şirketinin finansal ve operasyonel büyüklüğüne göre kapsamı ve niteliği değişebilen bu haklar özetle; ağırlaştırılmış nisaplara tabi genel kurul kararları, yönetim kurulunda temsil imtiyazı ve ağırlaştırılmış nisaplara tabi yönetim kurulu kararları, tasfiye ve benzeri hallerde öncelikli tasfiye payı alım hakkı, pay devir kısıtlamaları ve seyreilmeme hakkıdır.

Çalışmada; erken aşama girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımlarında, yatırımcılar tarafından talep edilen haklara, ilgili haklara duyulan ihtiyacın nedenlerine, belirtilen haklar ile temin edilmesi beklenen durumlara, bu hakların gerek ticaret hukuku gerekse sözleşmeler hukuku karşısındaki konumuna ve girişim sermayesi ekosistemindeki sektör standartlarına değinilmektedir.

Çalışmada sırasıyla; girişim sermayesi ekosistemi paydaşlarına, finansman modellerine, sermaye finansmanı modeline, finansmana ilişkin akdedilen sözleşmeler ile bu sözleşmelerde yatırımcılara tanınan haklara ve rekabet hukuku bağlamında negatif kontrol kavramına yer verilmektedir.

Anahtar Kelimeler: Girişim sermayesi yatırım fonu, girişim şirketi, tasfiye payında imtiyaz, pay opsiyon hakları, sermaye iştirak sözleşmesi, pay sahipleri sözleşmesi, önemli nitelikteki kararlar.

ABSTRACT

In global sources, the term "start-up," referred to in Turkish as "girişim" or "girişim şirketi," describes businesses that aim to achieve high financial and operational growth multipliers. Investors providing the necessary funding for these start-ups often claim various rights in both shareholder agreements and financing agreements structured as debt-equity hybrids, to protect their investments. Especially given their responsibilities to their own investors, the rights demanded by these investors can be grouped into two main categories: (i) protection of the investment and (ii) ensuring the certainty of benefits to be obtained in exits from the start-up.

The scope and nature of these rights, which vary according to the financial and operational size of the funded start-up, include, but are not limited to: general assembly resolutions subject to enhanced quorums, the privilege of representation on the board of directors, board resolutions subject to enhanced quorums, the right to priority liquidation preference in liquidation and similar events, transfer restrictions on shares, and anti-dilution rights.

This study examines the rights demanded by investors in equity investments in early-stage start-ups. It addresses the reasons for the need for these rights in the venture capital ecosystem, the situations these rights aim to secure, the position of these rights under commercial and contract law, and the industry standards within the venture capital ecosystem.

The study covers the following topics: the key players in the venture capital ecosystem, financing models, the capital financing model, agreements related to financing, the rights granted to investors in these agreements, and the concept of negative control in the context of competition law.

Keywords: Venture capital investment fund, start-up, liquidation preference, stock option rights, share subscription agreement, shareholders' agreement, reserved matter.

KISALTMALAR

A.Ş.	:	Anonim Şirket
Ar-Ge	:	Araştırma ve Geliştirme
Borsa İstanbul	:	Borsa İstanbul A.Ş.
BVCA	:	British Private Equity & Venture Capital Association
eTTK	:	6762 sayılı mülga Türk Ticaret Kanunu
GSYF Tebliği	:	Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)
GSYO Tebliği	:	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)
ILPA	:	Institutional Limited Partners Association
İzin Tebliği	:	Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ (Tebliğ No:2010/4)
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
NVCA	:	National Venture Capital Association
Rekabet Kanunu	:	4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	:	6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SVCA	:	Singapore Venture and Private Capital Association
TBK	:	6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TL	:	Türk Lirası
TTK	:	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TÜİK	:	Türkiye İstatistik Kurumu
VC	:	Venture Capital
vd.	:	ve devamı

GİRİŞ

Gelişen teknoloji ile bilgiye erişimin kolaylaşması ve inovatif çözümlerin insan hayatına sunduğu katkı, geleneksel iş modellerinden ayrışan işletmelerin doğumuna neden olmuştur. Yabancı kaynaklarda start-up, Türkçe’de girişim veya girişim şirketi olarak adlandırılan bu işletmeler, gelir sağlayan bir işletmeden çok, ilk etapta düzenli olarak yüksek miktarlarda harcamalar yapan işletmeler olarak karşımıza çıkmaktadır. Girişimler, yüksek hacimli harcamaları ile hızlı bir büyüme vadetmekte ve kısa süre içerisinde ölçeklenerek kurumsal şirketlerin yıllar içerisinde vardığı noktalara beş ila on yıl gibi kısa sürelerde varmayı hedeflemektedir. “*Friends and Family Funding*” olarak adlandırılan ve Türkçe’deki karşılığı “aile, arkadaş ve yakın çevre finansmanı” olan finansman modeli ile ilk etaptaki masraflarını karşılayan girişim şirketlerinin ihtiyaçlarının artması ile aile, arkadaş ve yakın çevreden temini mümkün olmayan yüksek tutarlarda finansman arayışı doğmaktadır. Daha yüksek tutarlarda finansman arayışına giren girişim şirketlerinin bu beklentisini ise girişim sermayesi yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, alternatif yatırımlara özgülenmiş özel amaçlı şirketler ve geçmişte kendi girişimlerinden elde ettiği kaynakları tekrardan girişim sermayesi ekosistemine yöneltmek isteyen melek yatırımcıların karşıladığı tohum öncesi ve tohum yatırımı olarak adlandırılan yatırım turlarından karşılanmaktadır.

Aile, arkadaş ve yakın çevre finansmanına göre daha yüksek yatırım tutarlarının söz konusu olduğu tohum öncesi ve tohum yatırım turlarında, girişim şirketine aktarılan yatırım tutarlarının artması ile daha kurumsal olan ve kendi paydaşlarına karşı sorumlulukları bulunan yatırımcıların beklentileri de artmıştır.

Yatırımcılar; yüksek getiri vadeden işbu yüksek riskli erken aşama girişim şirketlerine temelde borç finansmanı ve sermaye finansmanı olarak iki farklı modelde yatırım yapmakta olup tercih edilen finansman modeline göre de farklı hak taleplerinde bulunmaktadır. Her ne kadar iki farklı finansman modelinde de kendine özgü haklar talep edilse de erken aşama girişim şirketlerine yapılan girişim sermayesi yatırımlarında yatırımcıların temel iki beklentisi bulunmaktadır: (i) yatırımını koruma ve (ii) girişimde şirketinden yapacağı *exit*’lerde elde edeceği menfaatlerin belirliliği.

Erken aşama ve geç aşama olarak iki ana başlıkta toplanabilecek girişim şirketi fonlamaları¹ kendi içlerinde de tohum öncesi aşama, tohum aşaması, Seri A aşaması, Seri B aşaması ve Seri C aşaması olarak adlandırılmaktadır. Ancak adlandırmaya ilişkin genel kabul görmüş bir ilke bulunmamaktadır.² Nitekim, küresel olarak artan enflasyon ile birlikte yatırım tutarlarının da düzenli olarak artması, girişim sermayesi ekosistemine artan ilgi, yatırımcıların mali güçlerinin artması gibi sebepler de girişim sermayesi yatırımı aşamalarının alt kırılımlarında bir yeknesaklık sağlanmasının önüne geçmektedir. Çalışmada da scale-up olarak adlandırılan, belirli bir aşamaya gelmiş şirketlerden ziyade erken aşama olarak tanımlanan ve fikir aşamasını yeni geçmiş fakat ilk satışlarını gerçekleştirememiş olan şirketler veya düşük de olsa nakit akışı olan şirketler incelenecektir.³

Girişim sermayesi ekosisteminde, borç finansmanı (*debt financing*) ve sermaye finansmanı (*equity financing*) olarak iki temel yatırım metodu bulunsa da çalışmada yalnızca sermaye finansmanı ele alınacaktır. Borç finansmanının Türk Hukuku'ndaki tartışmalı konumu ile başlı başına bir araştırma konusu olması, bu ayrıma gidilmesine neden olmuştur. Çalışmada her ne kadar sermaye finansmanı merkeze alınacak olsa da borç finansmanının temel unsurları da genel olarak incelenecektir.

¹ Dirk Bergemann, Ulrich Hege, Liang Peng, **Venture Capital and Sequential Investments**, s. 23-24.

² Girişimin altı farklı aşaması olduğunu savunmaktadır: (i) Hazırlık, (ii) kuluçka merkezi aşaması, (iii) kuluçka performans metrikleri, (iv) çıkış politikaları, (v) kurucu ilgisi ve (vi) kuluçkadan çıkış. W. Wing-Ki, C. Hong-Man ve P. Venuviod, 2005, **Assessing the growth potential of high-technology startups: An exploratory study from Hong Kong**, Journal of Small Business and Entrepreneurship. Girişimin üç farklı aşaması olduğunu savunmaktadır: (i) erken aşama, (ii) büyüme ve gelişme evresi ve (iii) genişleme dönemi. Artie W. Ng., Douglas Macbeth ve Geoff Southern, 2014, **Entrepreneurial performance of early-stage ventures: Dynamic resource management for development and growth**, International Entrepreneurship Management Journal. Girişimin dört farklı aşaması olduğunu savunmaktadır: (i) Tohum aşaması, (ii) gelişimin erken aşaması, (iii) büyüme aşaması ve (iv) yetişkin aşaması. N.M.P. Bocken, 2015, **Sustainable venture capital catalyst for sustainable start-up success?**, Journal of Cleaner Production. J. Sebastian ve D. Mauricio ise daha farklı bir yaklaşım ile girişimin dört farklı aşaması olduğunu savunmaktadır: (i) Tohum aşaması, (ii) erken aşama, (iii) büyüme aşaması ve (iv) genişleme aşaması. José Santisteban ve David Mauricio, 2017, **Systematic literature review of critical success factors of Information Technology startups**, Academy of Entrepreneurship Journal. Daha farklı yaklaşımlar için bkz. Marina Lovrinčević, 2022, **Early-Stage vs. Growth-Stage Startups: Examining the Differences in the Perception of Factors Instrumental to Success**, Proceedings of the 18th European Conference on Management Leadership and Governance, ECMLG 2022, s. 256. vd.

³ Nurhan Aydın, Kasım- Aralık 2015, **Büyüme Potansiyeli Yüksek, Yenilikçi Girişimlerin Erken Aşama Finansmanı: ciceksepeti.com Örneği**, Akademik Bakış Dergisi, 52. Sayı, s.119 vd. Aslan İsmail Daşdemir, 2023, **Start-up ve Teknoloji Şirketlerinde Değerleme**, s. 7 vd.

Çalışmanın kapsamındaki son kısıt ise erken aşama girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapan yatırımcıların sahip oldukları haklara ilişkindir. Nitekim, çalışmada “yatırımcı hakları” olarak ifade edilse de buradaki yatırımcıların melek yatırımcılardan ziyade kurumsal yatırımcılar olduğunu belirtmekte fayda bulunmaktadır. Melek yatırımcılar, esasında kendi malvarlıkları ile yatırım yapmalarından ötürü profesyonel olarak 3. kişilerin malvarlıklarını yöneten kurumsal yatırımcılardan ayrılmaktadır. Anılan sebepten ötürü, kurumsal yatırımcılara nazaran oldukça düşük sorumlulukları bulunan melek yatırımcıların talepleri de işbu düşük sorumluluktan dolayı her bir yatırım turu özelinde farklılaşmakta ve net bir sektör standardı oluşturmamaktadır.

Tüm bu kısıtlara ek olarak çalışmanın bir de doğası gereği *sui generis* bir kapsam sınırlandırması bulunmaktadır: Girişim sermayesi ekosisteminde kabul görmüş genel ilkeler. Bu ilkelerin belirlenmesinde ise girişim sermayesi ekosisteminin gelişmiş olduğu ülkelerde/bölgelerde kurulan araştırma toplulukları olan British Private Equity & Venture Capital Association, National Venture Capital Association, Estonian Private Equity and Venture Capital Association’ın yayımladığı çalışmalar dikkate alınacaktır.

1. Girişim Sermayesi Nedir?

1.1.Genel Olarak

İngilizce’de “*venture capital*” olarak ifade edilen girişim sermayesi kavramı, inovasyon içeren fikirlerin ticarileştirilmesinden sonra gerek finansmana gerekse stratejik ortaklıklar ile mentorluğa ihtiyaç duyan girişimcilerin; inovatif fikirler üzerine kurdukları girişim şirketlerine, ihtiyaç duyulan işbu kaynakların aktarılmasını ifade eden yapı olarak tanımlanabilecektir.⁴

Girişim sermayesinin, Dünya’da “*Private Equity*” olarak bilinen özel sermayeden farklarını anlamak da oldukça mühimdir. Girişim sermayesine göre oldukça eski bir kavram olan özel sermayenin (*private equity*) yatırım stratejilerindeki farklılık, girişim sermayesi ile özel sermayeyi birbirinden ayıran en temel özelliktir. Özel sermaye; belirli büyüklüklere erişmiş şirketleri satın almaları, yeniden yapılandırmaları kapsayan bir model olup özel sermayede, yatırım yapılan şirketin yönetiminde aktif rol alınarak şirket değerinin artırılması amaçlanmaktadır.⁵ Girişim sermayesi ise

⁴ Mengü Hafize Külahcı, 2015, **Girişim Sermayesi ve Firma Performansı**, s. 3-4.

⁵ Külahcı, **a.g.e.**, s. 4.

girişim şirketlerine yatırım yapmayı amaçlamakta ve özel sermaye yatırımlarına göre daha küçük ölçekli şirketlere yatırım yapılmaktadır. Söz konusu farkın anlaşılabilmesi adına bir örnek verilmek gerekirse, Türkiye’de birçok yatırımı bulunan özel sermaye şirketi olan Türkven’in yönettiği fonlardan olan Turkish Private Equity Fun II, Türkiye’nin büyük tekstil şirketlerinden olan Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin paylarının yaklaşık %35’ini satın almış, şirketin yönetiminde aktif rol almış ve yaklaşık on yıl sonra gerçekleştirilen Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.’nin halka arzı esnasında sahip olduğu payları halka arz ederek Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.’den çıkış (*exit*) yapmıştır. Türkven tarafından payları satın alındığında dahi Türkiye çapında bir şirket olan Mavi Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile henüz bir yıl önce şirketleşmiş, gelir elde edememiş bir şirket arasındaki fark; özel sermaye ve girişim sermayesi arasındaki temel farkı ortaya koymaktadır.

Girişim sermayesini beş karakteristik özelliği bulunmaktadır: (i) girişim sermayesinde; yatırımcıların da kendi yatırımcıları bulunmaktadır ve bu yatırımcılardan sağlanan kaynaklar girişim şirketlerine yönlendirilmektedir. (ii) Girişim sermayesi yatırımlarında genel olarak halka kapalı şirketlere yapılan yatırımlar söz konusu olmaktadır. (iii) Yatırımcılar gerek stratejik gerekse yönetsel olarak yatırım yaptıkları şirketlere yol göstermektedir. (iv) Girişim sermayesi yatırımcısının temel amacı pay satışı veya halka arz ile yatırım yaptığı şirketten kar ederek çıkış yapmaktır. (v) Girişim sermayesi yatırımcısı girişimin büyümesinin hızlanması için yatırım yapmaktadır.⁶

Netice olarak girişim sermayesinin, benzeştiği karakteristik özellikler nedeniyle özel sermayenin alt kırımlarından biri olarak değerlendirilmesi de mümkündür.⁷

1.2.Girişim Şirketi

Türk Dil Kurumuna göre “Bir işe girişme, teşebbüs” anlamına gelen girişim kelimesi, Türk mevzuatında çeşitli şekillerde tanımlanmakta olup bu farklılaşma nedeniyle yeknesak bir girişim şirketi tanımından bahsedilmemektedir. Bu farklılaşmanın, her bir düzenlemenin birbirinden farklı amaçlarda yapılmış olmasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir.⁸

⁶ Andrew Metrick, Ayako Yasuda, **Venture Capital & the Finance of Innovation**, 2. Baskı, s. 3.

⁷ Metrick, Yasuda, **a.g.e.**, s. 7.

⁸ Gülhan Can Akdağ, 2023, **Girişim Şirketi (Start-up)**, s. 8.

GSYF Tebliği'nde, GSYF Tebliği'nin 18 inci maddesinin birinci fıkrasında ifade edilen şartları sağlayan şirketlerin, girişim şirketi olarak değerlendirileceği belirtilmekte iken GSYO Tebliği'nde ise girişim şirketleri *“Türkiyede kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketler”* olarak tanımlanmaktadır. Kitle Fonlaması Tebliği'nde ise bahsi geçen her iki tebliğden ayrılan bir girişim şirketi tanımı bulunmaktadır. Buna göre *“Anonim şirket kurma zorunluluğu olmadan faaliyetlerine devam edecek ve Türkiye’de kurulu olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve projesine kaynak ihtiyacı bulunan anonim şirketleri veya toplanan fonların emanet yetkilisi nezdinde açılan bloke hesabına aktarılması öncesinde anonim şirkete dönüşmesi zorunlu olan limited şirketler”* girişim şirketi olarak tanımlanmaktadır. Öte yandan, Üst Fonlara Kaynak Aktarımına İlişkin Karar'da ise girişim şirketi tanımı bakımından KOBİ Yönetmeliği'ne atıf yapılmaktadır. Kaldı ki, Rekabet Kurumu tarafından çıkarılan İzin Tebliği'nde dahi açık bir girişim şirketi tanımı olmasa da *“teknoloji teşebbüsleri”* tanımı altında örtülü bir girişim şirketi tanımı yer almaktadır.⁹ Aynı bağımsız idari otorite tarafından yayımlanan üç farklı tebliğde dahi üç farklı girişim şirketi tanımına yer verilmiş olmasının, farklı alanlara yönelik hazırlanmış tebliğlerin farklı girişim şirketi tanımlarına ihtiyaç duymasından kaynaklandığı değerlendirilmektedir. Nitekim Kitle Fonlaması Tebliği, kitle fonlaması ile birçok bireysel ve kurumsal yatırımcıdan yatırım alan şirketlere ilişkin düzenlemelere yer vermekte ve girişim şirketine yatırım yapan nitelikli yatırımcı sıfatını haiz olmayan kişilere ilişkin de düzenlemeler içermektedir. Öte yandan, GSYF Tebliği'nde düzenleme yeri bulan ve girişim şirketlerine yatırım yapma amacı ile kurulan girişim sermayesi yatırım fonlarına yalnızca nitelikli yatırımcılar yatırım yapabilmektedir.¹⁰ Aynı ekosistemde yer almasına rağmen her iki tebliğin konu aldığı paydaşların dahi bu kadar farklılaştığı bir düzlemde girişim şirket, tanımının farklılaşması da olağandır.

⁹ Detaylı bilgi için bkz. *“5. Yatırımcı Hakları Nedeniyle Rekabet Kurulu İzin Gerekliliği”*.

¹⁰ Nitelikli yatırımcı, SPK'nın düzenlemelerinde yer alan ve talep üzerine nitelikli yatırımcı kabul edilenleri de içerir profesyonel müşterileri ifade etmektedir. Belirli tüzel kişilikler (portföy yönetimi şirketleri, aracı kurumlar bankalar gibi), belirli tutarların üzerinde değere sahip sermaye piyasası araçlarına sahip olan kişiler; SPK düzenlemeleri çerçevesinde nitelikli yatırımcı olarak kabul edilen kişilerden bazılarıdır. Nitelikli yatırımcının, belirli bir finansal bilgi birikime sahip olduğu kabul edilir ve diğer gerçek veya tüzel kişilere nazaran daha özel alanlara yatırım yapma kabiliyetine sahip olurlar.

Mevzuatımızda birden çok girişim şirketi tanımına yer verilmiş olsa da girişim sermayesi ekosistemi bakımından en çok karşılaşılabilecek tanımının GSYF Tebliği'nde yer alan tanım olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2023 Kasım istatistikleri incelendiğinde girişim sermayesi yatırım fonlarının toplam değerinin yaklaşık 86 milyar TL olduğu görülmektedir. Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının toplam piyasa değeri ise yaklaşık 21,6 milyar TL'dir. Hal böyle olunca da girişim sermayesi ekosisteminin regüle yatırımcı düzlemindeki en aktif paydaşının girişim sermayesi yatırım fonları olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle de çalışmada, GSYF Tebliği kapsamındaki girişim şirketi tanımına öncelik ve önem verilecektir.

GSYF Tebliği'nde, girişim şirketi tanımı bakımından GSYF Tebliği'nin 18 inci maddesinin birinci fıkrasına atıf yapılmaktadır. Bu noktada, girişim şirketi tanımının net bir düzleme oturtulması için ilgili düzenlemedeki şartları irdelemekte fayda bulunmaktadır. GSYF Tebliği'nde girişim şirketi bakımından ikili bir ayrıma gidilmiştir. Buna göre, doğrudan girişim şirketi olarak sınıflandırılan şirketler sayılmış ve diğer tarafta girişim şirketi olarak değerlendirilecek şirketlere ayrıca yer verilmiştir. Büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip, çeşitli metriklerin gelişimi ile yüksek getiri sağlayabilecek ve verilen destek ile faaliyet amaçlarını gerçekleştirebilecek şirketler, girişim şirketi olarak tanımlanmıştır. Öte yandan, belirli bir projenin gerçekleştirilmesi için faaliyet gösteren şirketlerin de girişim şirketi olarak değerlendirileceği ilgili fıkranın devamında yer almaktadır. İkili ayrıma gidilerek tanımlanan girişim şirketine ilişkin olarak dikkat çekilmesi gereken iki konu bulunmaktadır: (i) Tanımın geniş bir kapsayıcılık içermesi ve (ii) özel amaçlı şirketler (SPV).

GSYF Tebliği'nde yer alan girişim şirketi tanımının geniş bir kapsam ile subjektif şekilde ifade edilmiş olması, kurulmuş olan her sermaye şirketini potansiyel bir girişim şirketi olmasının önünü açmaktadır. Nitekim, her sermaye şirketi dışarıdan aldığı destek ile yüksek getiri vadedebilir ve büyüme potansiyeline sahip olabilir. Örneğin 05.02.2024 tarihi itibarıyla Borsa İstanbul'un BIST30 Endeksi'nde yer alan Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.'yi ele alınacak olursa; Ford Otomotiv Sanayi A.Ş., Borsa İstanbul'a kote şirketler arasında işlem hacmi ve piyasa değeri en yüksek otuz şirketten biridir. Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. bu noktada belirli bir seviyeye gelmiş, yatırımcılarına temettü dağıtan bir şirkettir. Çalışmanın "Giriş" başlığında yer verilen ve global düzeyde kabul görmüş girişim tanımı perspektifi ile Ford Otomotiv Sanayi

A.Ş. incelendiğinde; Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.’nin bir girişim şirketi olduğundan bahsetmek oldukça güç olacaktır. Nitekim, Ford Otomotiv Sanayi A.Ş. ciddi satış hasılatlarına ulaşmış finansal açıdan belirli bir seviyenin üstünde olan bir şirkettir.¹¹ Ancak Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.’nin GSYF Tebliği’nde yer alan girişim şirketi tanımı kapsamında değerlendirilmesi durumunda ise Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.’nin girişim şirketi olarak tanımlanabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim, şirketin hasılat kalemi incelendiğinde sürekli artış eğiliminde olması¹² sebebiyle GSYF Tebliği’nde belirtilen, büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip olduğu sonucuna varılabilecektir. Şirketin Covid 19 Pandemisi’ne rağmen artan net dönem karı da GSYF Tebliği’nde aranan diğer şartın yerine getirdiğine işaret edebilecektir: Yüksek getiri beklentisi. GSYF Tebliği’nde belirtilen, subjektif içerik barındıran şart olan kurumsal destek ile faaliyet amaçlarını gerçekleştirebilme hususunun da şirket tarafından sağlandığı sonucuna varılırsa, Borsa İstanbul’da işlem gören yüksek piyasa değeri bulunan bir şirketin dahi girişim şirketi olarak tanımlanması mümkün olacaktır. Oldukça büyük finansal güce sahip şirketlerin dahi zaman zaman girişim şirketi tanımına dahil olabilmesinin, GSYF Tebliği’nin amacı ile ne kadar bağdaştığı soru işaretidir. Ancak SPK’nın girişim şirketi tanımını bu kadar kapsamlı bir şekilde ele almasının arkasında yatan nedenin daha farklı olduğu değerlendirilmektedir. Türkiye’de özel bir düzenleme ile regüle edilmemiş olan özel sermayelerin (private equity) de girişim sermayesi yatırım fonu olarak organize olmasının hedeflendiği de savunulabilecek bir görüştür. Nitekim, daha önceki kısımlarda girişim sermayesinin, özel sermayenin bir alt kırılımı olarak değerlendirilebileceğine, her iki modelin de karakteristik özelliklerinin benzer olduğuna değinmiştik. Regülatör, GSYF Tebliği bakımından geniş girişim şirketi tanımına yer vererek daha büyük ölçekli şirketlerin de girişim şirketi olarak değerlendirilmesini, bu bahisle bu büyük şirketlere yatırım yapan özel sermayelerin de girişim sermayesi yatırım fonu olarak organize olmasını amaçlamış olabilecektir.

¹¹ Ford Otomotiv Sanayi A.Ş.’nin 1 Ocak- 30 Eylül 2023 Ara Hesap Dönemine Ait Özet Konsolide Finansal Tabloları incelendiğinde; şirketin 30.09.2023 itibarıyla yaklaşık 226 milyar TL hasılatının bulunduğu ve yine 30.09.2023 itibarıyla yaklaşık 25 milyar TL net dönem karı olduğu dikkat çekmektedir (detaylı bilgi için bkz. <https://www.fordotosan.com.tr/tr/yatirimcilar/finansal-raporlar/finansal-raporlar>).

¹² 1 Ocak - 30 Eylül 2022 itibarıyla yaklaşık 110 milyar TL, 1 Ocak - 30 Eylül 2023 itibarıyla yaklaşık 225 milyar TL.

GSYF Tebliği'nde yer alan girişim şirketi tanımında yer alan ikinci dikkat çekici konu ise özel amaçlı şirketlerdir (SPV). İngilizce'de "*special purpose vehicle company*" olarak geçen özel amaçlı şirketler, 2001 yılında gün yüzüne çıkan Enron Skandalı ile kamuoyu tarafından bilinir hale gelmiştir. Özel amaçlı şirketler, normal şirketlerin aksine belirli bir amaca özgülenererek kurulur ve faaliyetleri de özgülendikleri amaç ile sınırlıdır.¹³ Nitekim, özel amaçlı şirketin hedefi kurulma amacının gerçekleşmesidir. Özel amaçlı şirketler bu bakımdan fonksiyonel anlamda ticari kaygılar ile hareket eden diğer şirketlerden ayrılmakta ve bir yapının belirli bir parçasını oluşturmaktadır. Başka bir ifade ile özel amaçlı şirketler, özgü amacına bağlı olarak proje geliştirme faaliyetlerinde kullanılmaktadır.¹⁴ GSYF Tebliği'nde yer alan "*Bir projenin gerçekleştirilmesi için faaliyet gösteren şirketler*" ibaresinin de pratikte özel amaçlı şirketlere karşılık geldiği değerlendirilmektedir. Özel amaçlı şirketlerin de girişim şirketi olarak değerlendirilmesi bir noktaya kadar anlaşılmaktadır. Örneğin, *flip-up* işlemi¹⁵ ile yurtdışında kurulan ve özgülendiği amaç, girişimin operasyonları gerçekleştiren şirketin paylarını tutmak olan hâkim şirket (*holding company*), temelinde özel amaçlı bir şirkettir. Bu noktada tek varlığı; paylarına sahip olduğu ve girişimin operasyonlarını yürüten şirket olan özel amaçlı şirkete, yapılacak yatırım da doğal olarak operasyonları gerçekleştiren bağlı şirkete aktarılacaktır. Böyle bir durumda GSYF Tebliği'nde yer alan girişim şirketi tanımına özel amaçlı şirketlerin neden dahil edildiği anlaşılmaktadır. Ancak özel amaçlı şirketlerin girişim şirketi olarak değerlendirilmesinin olumlu yanları olsa da özel amaçlı şirket ibaresinin kapsamının net bir şekilde çizilmemiş olması belirli alanlarda amaçlanandan uzaklaşılmasına neden olabilecektir. Örneğin, T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından ihalesi yapılan Gaziantep Entegre Sağlık Kampüsü Kamu Özel Sektör İşbirliği projesini gerçekleştirilmek için kurulan Gaziantep Hastane Sağlık Hizmetleri İşletme Yatırım

¹³ Fikret Otlu, Ahmet Uğur, 2006, **Bilanço Dışı Finanslama Tekniği Olarak Özel Amaçlı Şirketler**, Muhasebe ve Denetime BAKIŞ, s. 114-115.

¹⁴ Ellen M. Hancock, David C. Britt, 2002, **New Accounting For SPEs**, KPMG Defining Issues, s. 2.

¹⁵ *Flip-up*, kuruldukları ülkede belirli seviyelere erişen girişim şirketlerinin, yatırım ekosisteminin geliştiği bölgelere erişme gibi çeşitli amaçlar ile şirketin adeta yurt dışına taşınması işlemi ifade eder. Faaliyetlerin sürdürüldüğü ülkede kurulu şirketin ("Operasyon Şirketi") tüm payları, erişilmek istenen bölgede kurulan şirkete ("Holding Şirketi") devredilir. Daha sonra, Holding Şirketi'nde, *flip-up* öncesi Operasyon Şirketi'ndeki pay sahiplik yapısının aynısı oluşturulur. Bu sayede ortaya çıkan yapıda, nihai faydalanıcılar aynı kalır ve hak kaybı yaşanmaz. Netice olarak, TTK anlamında bir şirketler topluluğu kurulur ve Operasyon Şirketi ile Holding Şirketi arasında bağlı şirket-hakim şirket ilişkisi ortaya konulur. Akdağ, **a.g.e.**, s. 125 vd.

A.Ş.'nin de girişim şirketi olarak tanımlanabilecek ve bu şirkete bir girişim sermayesi yatırım fonu aracılığıyla finansman sağlanabilmesidir. Bu örnekten de anlaşıldığı üzere büyük çaptaki kamu yatırımlarını gerçekleştirmek amacıyla kurulan şirketler de girişim şirketi olarak değerlendirilmekte, bu girişim şirketlerine finansman sağlamak üzere kurulan girişim sermayesi yatırım fonları aracılığıyla da temettü dağıtımı gibi konularda vergisel avantajlardan yararlanılması muhtemeldir.

Yukarıda yer alan ibareler kapsamında girişim şirketi tanımının geniş kapsamı üzerinde durulmuş olsa da regülatör bu geniş kapsamı belirli özelliklerle de sınırlandırmaya çalışmıştır. GSYF Tebliği'nin 18 inci maddesinin birinci fıkrasının son cümlesine göre, *“Girişim şirketlerinin Türkiye’de kurulu veya kurulacak olmaları veya 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 oluşması gerekir.”* Getirilen bu kısıtın arkasında yatan nedeninin, girişim sermayesi ekosisteminin desteklenmesini teminen girişim sermayesi yatırım fonları aracılığıyla yapılan yatırımların ciddi bir vergi avantajına sahip olmasına bağlı olarak bu yatırımların Türk girişim şirketlerine yönlendirilmek istenmesi olduğu değerlendirilmektedir. Son yıla ait finansal tablolara göre varlıklarının en az %80’i Türkiye’de bulunan şirketlerinde de Türk girişim şirketi sayılacağıın özel olarak belirtilmesinin nedeninin ise *flip-up* gerçekleştirmiş girişim şirketlerinin de esasında bir Türk şirketi olarak kabul edilmek istenmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir. Nitekim, *flip-up* işleminden sonra hâkim ortağın sahip olduğu yegane varlık, Türkiye’de kurulu ve operasyonları sürdüren şirkettir. Netice olarak, Türkiye’de yerleşik olmasa dahi varlıklarının %80’i Türkiye’de olan başka bir ifade ile gerçek faydalanıcısı Türk ekosistemi olan şirketlere de girişim sermayesi yatırım fonları aracılığıyla herhangi bir özel kısıt olmadan yatırım yapılabilir.

Netice olarak Türk mevzuatında yeknesak bir girişim şirketi tanımından bahsedilememekte ve her bir yatırımcının tabi olduğu yasal düzenlemelerin dikkate alınması ile girişim şirketi belirlemesinin yapılması önemlidir. Nitekim, bir düzenleme bakımından girişim şirketi olarak kabul edilen bir şirketin, başka bir düzenleme bakımından girişim şirketi olarak kabul edilmemesi ihtimali bulunmaktadır.

1.3.Girişim Sermayesi Ekosisteminde Yatırımcılar

Erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımların yüksek risk barındırması, yatırım sonucunda elde edilen varlıkların likit olmaması, yeri geldiğinde de likiditenin sağlanmasının oldukça güç olması; girişim sermayesi yatırımlarını herkese uygun bir yatırım alanı olmaktan çıkarmaktadır. Özellikle, yatırılan tutarın başka bir ifade ile ana paranın tamamının kaybedilmesi riski, girişim şirketlerinin sağlam finansal temellerden uzak erken aşama şirketler olmasının getirdiği olağan bir sonuçtur.¹⁶ Bahsi geçen sebeplerden dolayı gerçek kişi yatırımcılar, girişim sermayesi yatırımlarını öncelikli yatırım alanları olarak belirlememekte ve borsa gibi daha konvansiyonel alanlarda birikimlerini değerlendirmeyi tercih etmektedir.¹⁷ Hal böyle olunca da girişim sermayesi ekosistemine finansman sağlanmasını teminen, piyasanın girişim sermayesi yatırımlarına yöneltilmesi ihtiyacı hasıl olmuştur. Bu kapsamda girişim sermayesi yatırımlarının getirdiği riski üstlenebilecek, iş piyasalarına hakim paydaşların ekosisteme doğrudan veya dolaylı yatırımcı¹⁸ olarak dahil edilmesi için çeşitli teşvikler verilmiştir.

Çalışmanın önceki kısımlarında, girişim sermayesi yatırımlarının nitelikli yatırımcı sıfatını haiz olmayan gerçek kişiler için riskli yatırımlar olduğundan bahsedilmiştir. Bu noktada gerçek kişiler için uygun olmayan bir alanın niçin nitelikli yatırımcılara uygun olduğunu da değerlendirmekte fayda olduğu düşünülmektedir. Ancak çalışmada bu faydaların iktisadi yönü irdelenmeyecek olup hukuki düzlemde sağlanan vergi avantajları gibi hukuk düzleminde kalan konular incelenecektir.

¹⁶ Tuğçe Aydoğan Çete, 2021, **Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi**, s. 28 vd.

¹⁷ Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş., 17 Ekim 2023 tarihi itibarıyla 8 milyonu aşkın seviyede pay senedi bakiyesi olan yatırımcının bulunduğunu açıklamıştır.

¹⁸ Girişim şirketlerine yatırım yapan girişim sermayesi yatırım fonları esasında bir mal varlığı topluluğu olup girişim şirketlerine finansman sağlayan fonun da kendi yatırımcıları bulunmaktadır. Fonun kendi yatırımcıları da *Limited Partner* (LP) olarak adlandırılmaktadır. Bu noktada kanun koyucu, girişim şirketlerine finansman sağlayan girişim sermayesi yatırım fonlarının desteklenmesi amacıyla bir takım teşvik ve yönlendirmelerde bulunmaktadır. Örneğin OKS standart emeklilik yatırım fon portföyünün asgari olarak %10'luk bir kısmının (i) girişim sermayesi yatırım fonları katılma paylarından, (ii) gayrimenkul yatırım fonları katılma paylarından, (iii) Türkiye Varlık Fonu'nda veya altyapı projeleri gerçekleştiren şirketlerin ihraç ettiği menkul kıymetlerden oluşması gerekmektedir. Öte yandan, 5746 sayılı Kanun'un 3 üncü maddesinin on dördüncü fıkrasına göre, belirli bir tutarın üstünde Ar-Ge indiriminden yararlanan şirketlerin, yararlandıkları tutarın %2'si kadar bir meblağı (2024 yılında %3) geçici hesaba aktarma, aktarılan tutarın yıl sonuna kadar ülkemizde yerleşik şirketlere yatırım yapma amacıyla kurulmuş girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarına veya girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına yönlendirme yükümlülüğü bulunmaktadır.

Erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımların aktif aktörlerinden olan girişim sermayesi yatırım fonları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kazançlarının kurumlar vergisinden istisnai edildiği 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 5 inci maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinin üçüncü alt başlığında belirtilmiştir.

5520 sayılı Kurumlar Vergisi'nin 5 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendinin üçüncü alt başlığında ise tam mükellefiyete tabi girişim sermayesi fonu katılma paylarının ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının pay senetlerinden elde edilen kar paylarının kurumlar vergisinden istisna edildiği düzenlenmektedir.

5520 sayılı Kurumlar Vergisi'nin 10 uncu maddesinin birinci fıkrasının (g) bendinde, “213 sayılı Vergi Usul Kanununun 325/A maddesine göre girişim sermayesi fonu olarak ayrılan tutarların beyan edilen gelirin %10'unu aşmayan kısmı” ‘n kurumlar vergi matrahından indirilebileceği de ifade edilmektedir. Bu noktada şirketler, girişim sermayesi fonuna yatırım yaparak kurumlar vergisi matrahını düşürdükleri gibi düşen matrahı oldukça yüksek getiri vadeden bir alanda değerlendirmiş olmaktadır. Ek olarak, girişim sermayesi yatırım fonuna yönlendirilen tutarın, ilgili girişim sermayesi yatırım fonundan çıkış yapılması sonrasında ilk günkü tutar üzerinden vergilendirilmesi gerekecektir. Başka bir ifade ile girişim sermayesi yatırım fonlarının ortalama fon süresinin 10 yıl olduğu da dikkate alındığında, kurumlar vergisi matrahından 10 yıl önce indirilen tutar; fondan çıkış yapıldığında fona yatırılan ilk tutar üzerinden vergilendirilecektir. Bu noktada kurumlar vergisi matrahından indirim yapmış olan şirket en kötü senaryoda dahi paranın zaman değeri kapsamında avantaj sağlamış olacaktır. Özellikle, şirketin belirli alanlara yatırım yapma fikri olması durumunda söz konusu düzenleme daha da önem kazanacaktır. Nitekim şirket, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun izin verdiği ölçüde bir fonu matrahından düşebilir, bu matrah indirimi nedeniyle daha az ödediği vergiyi adeta faizsiz bir kredi olarak değerlendirebilir ve kendi belirlediği özel bir şirkete¹⁹ söz konusu tutarı girişim sermayesi yatırım fonu aracılığıyla aktarıp ticari beklentilerini karşılayabilir.

¹⁹ Özel amaçlı şirketler hakkında detaylı bilgi için bkz. “1.2. Girişim Şirketi”.

1.3.1. Yatırımcının Önemi

Yüksek finansman ihtiyacı olan bir ekosistemde, çarkın dönmesi için en önemli dişlilerden biri de bu finansmanı sağlayacak kişilerdir. Nitekim, girişim şirketlerinin para harcama hızı, harcanan (yakılan) para oranı anlamına gelen “*burn rate*” tabiri ile ele alınmaktadır. Bu ifade bile başlı başına girişim şirketlerinde finansmana duyulan yüksek ihtiyacı anlatmak için yeterlidir.

Konvansiyonel sektörlerde bu finansmanın karşılanması noktasında birincil olarak başvuru kuruluşlar bankalar olsa da girişim ekosisteminin ruhu, bankalar aracılığıyla finansman sağlanmasına pek uygun değildir.²⁰ Finansman için birincil önceliğin bankalar olmaması, tek taraflı bir anlayıştan ziyade gerek girişimci gerekse banka tarafının çekincelerinin kümülatif bir şekilde değerlendirilmesi sonucunda ortaya çıkmaktadır.

Henüz sağlam finansal temelleri bulunmayan, oldukça kısıtlı varlıklar ile ticari hayatını sürdürmek isteyen erken aşama girişim şirketleri, bankacılık gelenekleri çerçevesinde riskli müşteri/riskli kredi alan olarak değerlendirilmektedir.²¹ Öte yandan, bankaların özellikle kredi işlemlerinde; rehin veya ipotek gibi muhtelif teminat arayışında olması, henüz rehin verebileceği bir taşınırı veya ipotek tesis edebileceği bir taşınmazı dahi olmayan girişim şirketlerini, potansiyel kredi müşterileri olmaktan uzaklaştırmaktadır. Öte yandan yeni kurulmuş olan girişim şirketlerinin, yeterli bir finansman kaydının bulunmaması da bankaların diğer çekincelerindendir.²² Tüm bunlara rağmen bankalar, konvansiyonel sektörlerde faaliyet gösteren KOBİ'lere nazaran teknoloji girişimlerine kredi vermek konusunda ise daha iştahlıdır. Nitekim bankalar, teknoloji girişimlerinin yöneticilerinin KOBİ yöneticilerine nazaran daha profesyonel ve eğitilmiş olduğunu değerlendirmektedir.²³ Ancak bu iştaha rağmen girişimin beklediği finansmanın sağlanmasında banka finansmanı yeterli olmamaktadır.

²⁰ TÜİK'in yayımladığı istatistiklere göre, banka kredilerinin toplam tutarından KOBİ'lere düşen pay 2015'te %10,8, 2019 yılında ise %4,3'tür. Bu durum bile bankaların küçük ölçekli şirketlere yaklaşımını ortaya koymaktadır. Çete, **a.g.e.**, s. 19.

²¹ Çete, **a.g.e.**, s. 10.

²² Hakan Ertürk, Güven Sayılğan, 2014, **Girişim Sermayesi Fonları ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, s. 298 vd.

²³ A.D. Gracey, 2001, **Guarantee Mechanisms for Financing Innovative Technology – Survey and Analysis**, European Commission.

Bankaların finansman arayışında birinci tercih olmamasının girişimci nezdindeki sebebi ise iki ana noktada yoğunlaşmaktadır: (i) olası temerrüt durumlarında şahsi mal varlığı ile sorumlu olma ve (ii) kredi ile sağlanan finansmanın yetersiz olması. Yukarıda, kredi alan girişim şirketinin malvarlıklarının zayıf olması nedeniyle teminat eksikliği yaşanabileceği belirtilmiştir. Bu noktada, banka tarafından girişimcinin kendi malvarlığı ile kredi borcuna kefil olmasının beklenmesi olasıdır. Bu durum da girişim şirketine tüm emeğini ve zamanını sarf eden girişimcinin motivasyonunu düşürebilecektir.

Diğer bir çekince ise banka kredileri ile sağlanan finansmanın girişim şirketinin ihtiyaçlarını karşılama noktasında yetersiz olmasıdır. Nitekim, Crunchbase'in yayımlamış olduğu istatistiklere göre 2023 yılının dokuzuncu ayı itibarıyla, tohum aşamasındaki girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda ortalama yatırım tutarı 2 milyon dolara yaklaşmıştır.²⁴ Türk girişim sermayesi yatırımlarında tohum aşamasında olan girişim şirketlerine yapılan yatırım tutarları daha düşük olsa da yatırım tutarları yine de bankaların sağladığı kredilere göre daha yüksek tutarlarıdır. Startup Centrum'un Türkiye Startup Ekosistemi Yıl Sonu Yatırım Raporu 2023'e göre, geçiş aşamasındaki girişim şirketlerine yönelik 2023 yılında 96 yatırım turu tamamlanmış ve toplamda 102,4 milyon dolar kaynak sağlanmıştır. Bu rakamlar da ortalama olarak bir yatırım tutarında 1 milyon dolar yatırım alındığını göstermektedir.

Özetle, gerek bankaların girişim şirketlerine kredi sağlama noktasındaki çekimser yaklaşımları gerekse girişim şirketlerinin finansman ihtiyaçlarının tutarsal olarak banka kredileri ile sağlanabilme ihtimalinin düşük olması; ekosistemde yatırımcıların önemi daha da artırmaktadır.

1.3.2. Yatırımcılar

Girişim sermayesi yatırımcıları ağırlıklı olarak girişim sermayesi yatırım fonu, girişim sermayesi yatırım ortaklığı, anonim şirket şeklinde organize olmaktadır.²⁵ Bu tüzel kişilikler ile mal topluluklarına melek yatırımcılar da eklemelendiğinde Türk girişim ekosisteminin yatırımcı havuzunun tamamlandığından bahsedilebilecektir.

²⁴ Detaylı istatistikler için bkz. <https://news.crunchbase.com/venture/global-venture-funding-instacart-klaviyo-q3-2023/>.

²⁵ Startup Centrum Türkiye Startup Ekosistemi Yıl Sonu Yatırım Raporu 2023'e göre; 2023 yılında en az bir yatırım yapmış 378 bireysel yatırımcı/melek yatırım ağı, 2023 yılında en az bir yatırım yapmış 263 kurumsal yatırımcı bulunmaktadır. Detaylı istatistikleri için bkz. <https://startupcentrum.com/tr/rapor/2023-turkish-startup-ecosystem-funding-report>.

2023 yılının dokuzuncu ayı itibarıyla, girişim sermayesi yatırım fonları aracılığıyla girişim şirketleri yapılan yatırımların adedi 814 iken girişim sermayesi yatırım ortaklıkları aracılığıyla girişim şirketlerine yapılan yatırımların adedi 160'dır.²⁶ Ek olarak aynı tarih itibarıyla girişim sermayesi yatırım fonlarının yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin gerçek (*fair*) değerleri 1.338.592.000.000 TL iken girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin gerçek (*fair*) değerleri 143.502.000.000 TL'dir. Hal böyle olunca da çalışmada yatırımcılar arasında girişim sermayesi yatırım fonlarına odaklanılacak ve fonlar, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile melek yatırımcılara ziyade daha kapsamlı bir incelemeye tabi tutulacaktır.

1.3.2.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

Girişim sermayesi yatırım fonları; SPK'nın izni ile kurulan ve yine SPK'nın denetimine tabi, olan temel amacı girişim şirketlerine finansman sağlamak olan mal topluluklarıdır. Girişim sermayesi yatırım fonlarının kendi başlarına kural olarak tüzel kişilikleri bulunmadığından²⁷ bir tüzel kişinin altında kurulması gerekmektedir. Bahsi geçen tüzel kişilikler de yine SPK'nın denetiminde olan portföy yönetim şirketleridir.²⁸

Türkiye'de iki temel girişim sermayesi yatırım fonu yönetim metodu bulunmaktadır. Bunlardan ilki, daha az karmaşık bir yapının söz konusu olduğu; fonun doğrudan, fonu kuran portföy yönetim şirketi tarafından yönetildiği geleneksel modeldir. Diğer model ise, girişim sermayesi yatırım fonu kurmak isteyen ancak bu fonu kurabileceği bir portföy yönetim şirketine sahip olmayan oluşumların uyguladığı yapılarıdır. Bu gibi durumlarda fon kurmak isteyen organizasyon (VC'ler), bir portföy yönetim şirketi ile anlaşmakta, yatırım komitesinde temsil imtiyazına sahip olan katılma paylarını edinerek fonun yatırım stratejisi üzerinde kontrol sahibi olmakta ve arka planda fonu, portföy yönetim şirketinden bağımsız olarak yönetmektedir. Başka

²⁶ Detaylı istatistikler için bkz. <https://tspb.org.tr/veriler/>.

²⁷ GSYF Tebliği'nin 4 üncü maddesinin beşinci fıkrasına göre, “*Fonun resmî sicillere tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri ile ortağı olacağı limited ve anonim şirketlerin kuruluş, sermaye artırımı veya pay devri işlemleri dâhil her tür ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur.*”.

²⁸ Yurt dışında kurulu girişim sermayesi fonlarının yönettiği kaynakların büyüklüğü, belirli bir seviyeye gelene kadar; fonun, bir portföy yönetim şirketi altında konumlanması ve ilgili ülkenin sermaye piyasası denetim kuruluşunun yetki alanına girmesi söz konusu değildir. Belirli eşiklerin aşılması ile bu zorunluluklar doğmaktadır.

bir ifade ile söz konusu oluşum (VC'ler) adeta portföy yönetim şirketinin fon yönetme yetkisinden yararlanmakta (*white labelling*) ve girişim sermayesi yatırım fonunu yönetmektedir. Bu gibi karmaşık yapılarda; söz konusu oluşum (VC'ler) ile portföy yönetim şirketi arasında bir sözleşme imzalanıp tarafların fonun yönetimine dair sorumluluklarına bu sözleşmede yer verilmektedir. Kurgulanan yapı, ilk etapta GSYF Tebliği'nin etrafından dolanmak gibi gözükse de işbu durum SPK tarafından da kabul görmüş bir yapıdır.²⁹ Portföy yönetim şirketi ile anlaşarak imtiyazlı katılma payları ile fonun kontrolünü elinde tutan organizasyonlar (VC'ler), esasında girişim sermayesi yatırımları konusunda tecrübeli kişilerden oluşan topluluklardır. VC'lerin önceki girişim sermayesi yatırımlarında da başarılı olmuş olması durumunda, yeni kurdukları fonlara yatırımcı olmak isteyen kişilerin de sayısı artmakta ve doğal olarak fonun kaynak büyüklüğü de artmaktadır. Esasında VC'ler tarafından yönetilen bir girişim sermayesi yatırım fonunda üç bacaklı bir yapıdan bahsedebiliriz: (i) SPK tarafından girişim sermayesi yatırım fonu kurma konusunda yetkilendirilmiş ve lisansına ihtiyaç duyulan portföy yönetim şirketi, (ii) girişim sermayesi yatırımları alanında tecrübeli VC, (iii) fonun yatırımcıları.

VC ile portföy yönetim şirketi, kurulacak olan girişim sermayesi yatırım fonundaki sorumlulukları, yönetim ücretini³⁰ ve karın paylaşımını düzenledikleri bir ön protokolü imzalamaktadır. VC ile portföy yönetim şirketi fonun yapısı üzerinde ön protokol çerçevesinde mutabık kaldıktan sonra, fonun kuruluşu için SPK'dan izin süreci başlar. Bu noktada fonun kurucu sıfatını haiz olan portföy yönetim şirketi GSYF Tebliği'nin 12 nci maddesinin birinci fıkrası uyarınca, *“taslak içtüzük ve Kurulca esasları belirlenen standart form ile Kurulca istenen diğer bilgi ve belgelerle Kurula başvurur.”* SPK'nın da onayı sonrasında fon kurulmuş olsa da yatırımcıların fondaki ortaklıklarını gösterir katılma paylarının ihraç edilebilmesi için GSYF Tebliği'nin 13

²⁹ Bu yapıda kurulmuş girişim sermayesi yatırım fonlarına bir örnek vermek gerekirse, Neo Portföy Yönetimi A.Ş. Simya I Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun KAP'ta ilan edilmiş ihraç belgesi incelenmelidir. Fon'un yatırım kararlarını vermede yetkili organ olan yatırım komitesine A grubu katılma payı sahibi yatırımcı (A grubu katılma payı sadece Simya Danışmanlık A.Ş.'ye tahsisli olarak ihraç edilmektedir.) tarafından iki (2) üye atanabilecek ve işbu iki üyeden her birinin iki (2) oy hakkı bulunacaktır. Bu noktada A grubu katılma payı sahibi yatırımcı, fonun yatırım kararlarına tek başına karar verebilecek bir konumda olacaktır.

³⁰ Fonun yönetiminden kaynaklanan operasyon masraflarının karşılanması için tahsil edilen yönetim ücret ile VC çalışanlarının maaşları da ödenmektedir. Ek olarak global olarak kabul görmüş yönetim ücreti oranı, toplam taahhüt büyüklüğünün %1'i ile %2'sidir. Institutional Limited Partners Association, 2020, **ILPA Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners**, s. 12-42.

üncü maddesinin ikinci fıkrası uyarınca fon ihraç belgesinin de Kurul tarafından onaylanması gerekmektedir. Netice olarak, girişim sermayesi yatırım fonunun yatırımlarına başlayabilmesi için hem iç tüzüğün hem de ihraç belgesinin onaylanması gerekmektedir. İzin sürecine ilişkin önemli bir hususa da değinmekte fayda bulunmaktadır. GSYF Tebliği'nin 13 üncü maddesinin dokuzuncu fıkrasında, kurucu portföy yönetim şirketinin daha önce bir fon kurmuş olması durumunda gerek kuruluş gerekse ihraç başvurusu eş zamanlı olarak yapılabilir.

GSYF Tebliği'nin gerek 7 nci maddesi gerekse 8 inci maddesinde gerekse başka maddelerinde girişim sermayesi yatırım fonunun yönetici sıfatını haiz portföy yönetim şirketi tarafından yönetileceği belirtilmektedir. Bu noktada, gerçek anlamda fonu kurma talebinde bulunmuş VC'nin konumunun belirlenmesi önem arz etmektedir. Nitekim, GSYF Tebliği'nde fonun, portföy yönetim şirketi tarafından yöneteceğinin belirtildiği düzlemde VC'nin fon kurgusundaki pozisyonu nedir? Bu sorunun yanıtı, GSYF Tebliği'nin 10 uncu maddesinde yer almaktadır. Buna göre; fonun girişim sermayesi portföyünün yönetiminin, yatırım komitesine devredilebilmesi mümkündür. Ekosistemde, VC'ye tahsisli olarak ihraç edilen katılma paylarına yatırım komitesine üye atama yetkisi tanındığı ve buradaki imtiyaz ile fonun yatırım kararlarının VC tarafından verildiği dikkat çekmektedir.³¹

İçtüzük, ihraç belgesi gibi fon dokümanlarında tarafların birbirlerine karşı taahhütlerinden ziyade fonun yönetişimine ilişkin bilgilere yer verildiğinden, tarafların taahhütleri GSYF Tebliği'nde de “*Fon ile katılma payı sahipleri arasında bireysel veya toplu olarak akdedilen, asgari olarak içtüzük ve ihraç belgesinde yer verilmeyen hususların düzenlendiği sözleşmeyi*” şeklinde tanımlanan yatırımcı sözleşmesinde düzenlenmektedir.

Son olarak, fon kurgusundaki bir diğer önemli etken olan fonun yatırımcılarına değinmekte fayda gözükmektedir. VC'ler, 3. kişilerin malvarlıklarını yöneten fon yönetimi alanında uzmanlaşmış organizasyonlar olarak tanımlanabilecektir. Bu noktada, işbu yönetim profesyonellerinin yöneteceği malvarlığının ne şekilde karşılanacağı sorusu karşılaşılmaktadır. Esasında, VC'lerin yöneteceği kaynaklar fonun yatırımcıları tarafından karşılanmaktadır. Başka bir ifade ile, global uygulamalarda “*Limited Partner*” olarak adlandırılan ve Türkçe'ye sınırlı ortak olarak

³¹ Örnek için bkz. 28. dipnot

tercüme edilebilecek *Limited Partner*'lar, fonun girişim sermayesi yatırımlarından ihtiyaç duyduğu mali gücü temin etmektedir. İşbu yatırımcıların, global literatürde sınırlı ortak olarak nitelendirilmesinin nedeni ise yatırımcıların fona olan sorumluluğunun kural olarak sermaye borcu (kaynak taahhüdü) ile sınırlı olmasıdır.³²

GSYF Tebliği bakımından yatırımcılara yönelik temel şart ise nitelikli yatırımcı olma şartıdır. GSYF Tebliği'nin 13 üncü maddesinin birinci fıkrasında bu şart, *"Katılma payları sadece nitelikli yatırımcılara satılabilir."* şeklinde belirtilmiştir.³³

1.3.2.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, GSYO Tebliği'ne göre kayıtlı sermaye sistemine uygun olarak kurulan veya anonim ortaklıkların esas sözleşme değişiklikleri ile kayıtlı sermaye sistemine geçen temel amacı GSYO Tebliği'nde tanımlı girişim şirketlerine yatırım yapma olan ortaklıklardır.³⁴ Farklı hukuk sistemlerinde de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yapılarına benzer yapılar bulunmaktadır.³⁵

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarını, girişim sermayesi yatırım fonlarından ayıran temel özellik girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının belirli şartlar dahilinde halka açılma zorunluluğunun bulunmasıdır.

GSYO Tebliği kapsamında halka açılan ortaklıklar Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka açık ortaklıklara yönelik çıkarmış olduğu mevzuata tabi olacaktır.

1.3.2.3. Melek Yatırımcılar

Enformel girişim sermayesi aktörlerinden kabul edilen melek yatırımcıların temel özelliği herhangi bir aracı olmaksızın girişim şirketlerine yatırım yapmalarıdır. Erken aşama girişim şirketleri arasından görece tohum ve tohum sonrası aşamaya odaklanan melek yatırımcılara³⁶, uygulanacak kurallar Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te düzenlenmektedir. Esasında Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te melek yatırımcıların tabi olacağı kurallardan çok vergi avantajları gibi çeşitli avantajlardan yararlanmak isteyen melek yatırımcıların tabi olacağı

³² BVCA, **Limited Partnership Agreement Explanatory Notes**, s. 23

³³ Nitelikli yatırımcının kapsamı için bkz. Akdağ, **a.g.e.**, s.10 vd.

³⁴ Emine Seda Hocaoglu Yıldız, 2019, **Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz**, s.47 vd.

³⁵ Benzer yapılar için bkz. Salih Tayfun İnce, 2019, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Payscaleleri Sözleşmesi**.

³⁶ Külahcı, **a.g.e.**, s. 25 vd.

yükümlülükler düzenlenmektedir. Nitekim, Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te, bireysel katılım yatırımcısı lisansına ilişkin düzenlemeler hükme bağlanmaktadır. Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik ile tanınan haklardan faydalanmak isteyen melek yatırımcıların bu lisansa sahip olması gerekmektedir. Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'te bu lisansı alabilecek kişilere ilişkin iki temel ölçüt belirlenmiştir: (i) yüksek gelir veya servete sahip olmak veya tecrübeli yatırımcı olmak ve (ii) gerçek kişi olmak.

Melek yatırımcıları; girişim sermayesi yatırım fonlarından ve girişim sermayesi yatırım ortaklıklarından ayıran temel özellik, melek yatırımcıların kendi malvarlıklarını yönetmesidir. Melek yatırımcılar, yalnızca kendi malvarlıklarını yönettiğinden kurumsal yatırımcılara göre daha düşük bir mali güce sahiptir. Bu durum da melek yatırımcıları erken aşama girişimler arasından da daha küçük ölçekli şirketlere yöneltmektedir.³⁷

1.3.2.4. Kurumsal Girişim Sermayeleri

İngilizce'de “*Corporate Venture Capital*” olarak adlandırılan kurumsal girişim sermayelerini ayrı bir hukuki yapıdan ziyade yatırım yapma amacı bakımından diğer aktör yatırımcılardan ayırmak daha isabetli olacaktır.³⁸ Nitekim kurumsal girişim sermayeleri, finansal olarak güçlü kurumsal şirketlerin (“Ana Ortaklık”) yönettiği ve Ana Ortaklık'a inovasyon anlamında destek olan girişim sermayesi organizasyonlarıdır.³⁹ Kurumsal girişim sermayesi, Ana Ortaklık'ın faaliyetlerine katkı sunabilecek şirketlere yatırım yapmakta olup birincil önceliği kar elde etmek olmayan yapılardır.⁴⁰ Başka bir ifade ile kurumsal girişim sermayelerini diğer yatırım organizasyonlarından ayıranın; kendi yatırımcılarının amaç farklılığı olarak ifade

³⁷ Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik'in “Amaç ve kapsam” başlıklı 1 inci maddesi şu şekildedir: “Bu Yönetmeliğin amacı yüksek risk içermesi nedeniyle finansmana erişimde sıkıntı yaşayan başlangıç veya büyüme aşamasındaki girişimler için finansal bir araç olan bireysel katılım sermayesinin desteklenmesine, bireysel katılım yatırımcılarının ve (Değişik ibare:RG-11/9/2018-30532) 10/7/2018 tarihli ve 30474 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 1 sayılı Cumhurbaşkanlığı Teşkilatı Hakkında Cumhurbaşkanlığı Kararnamesinin 253 üncü maddesine tabi kişi, kurum ve kuruluşların faaliyetlerinin izlenmesine, denetlenmesine ve sona ermesine ilişkin usul ve esasları düzenlemektir.”.

³⁸ Jean-Sebastiaen Lantz, Jean-Michel Sahut ve Frederic Teulon, 2011, **What is the Real Role of Corporate Venture Capital**, International Journal of Business, s. 368.

³⁹ Külahcı, **a.g.e.**, s.27.

⁴⁰ Türkiye’de gerçekleşen bir kurumsal risk sermayesi yatırımına örnek olarak, Otokoç Otomotiv’in mobilite teknolojileri alanında çalışan IUGO’ya yaptığı yatırım örnek verilebilir. Detay için bkz.: <https://webrazzi.com/2023/06/12/yerli-mobilite-teknolojileri-girisimi-iugo-otokoc-otomotiv-den-1-milyon-dolar-yatirim-aldi/> .

edebiliriz.⁴¹ Temel amacı Ana Ortaklık'a faydalı olabilecek girişimlere yatırım yapmak olan kurumsal girişim sermayeleri de bu farklılık nedeniyle diğer girişim sermayesi yatırımcılarına nazaran daha farklı haklar talep etmektedir. Nitekim, bahsi geçen girişim sermayesi yatırımcılarının temel amacı, yatırım yapılan girişim şirketinin giderek ölçeklenmesi ve en son aşamada bu şirketteki paylarını satarak kar elde etmektir. Ancak, kurumsal risk sermayelerinin temel amacı kar elde etmek değildir.⁴² Bu amaç farklılığını nedeniyle, kurumsal girişim sermayesi yatırımlarında imzalanan sözleşmeler de girişim ekosistemindeki kabul görmüş ilkelerden ayrılmaktadır. Gerek BVCA gerek NVCA gerekse Startup Estonia'nın yayımlamış olduğu model dokümanlarda yer alan ve belirli bir yüzdeyi oluşturan pay sahiplerinin şirketin satışına onay vermesi durumunda onay vermeyen pay sahiplerinin de sözleşmesel olarak satışa dahil olma taahhüdü verdiği sürüklenme hakkının, kurumsal girişim sermayelerinin imzalamış olduğu yatırım sözleşmelerinde yer alması isabetsiz olacaktır. Nitekim, daha önce de değinildiği üzere kurumsal girişim sermayesi yatırım yaptığı girişimi Ana Ortaklık faaliyetlerine sağlayacağı katkı kapsamında değerlendirmektedir. Eğer ki, belirtilen şirket Ana Ortaklık faaliyetlerine katkı sunabilecek yeterlilikte ise girişime takip yatırımları yapılabilir ve en son aşamada girişimin tamamen satın alınması değerlendirilebilecektir. Başka bir farklılık ise kurumsal girişim sermayelerinin yatırım yaptıkları şirketin, Ana Ortaklık'ın potansiyel olarak devralabileceği şirketler olmasından bahisle; yatırım yapılan şirketin kontrolünde ve yönlendirilmesinde aktif rol alınmasıdır.⁴³ Şirketin yönetiminde aktif rol alma da elbette en efektif olarak yönetim kurulunda bulunmak suretiyle gerçekleştirilebilecektir. Erken aşama şirketlere yatırım yapan diğer yatırımcıların, yönetim kurulu üyesinin hukuki ve cezai sorumluluğu nedeniyle genel olarak yönetim kurulunda temsil beklentisi olmasa da kurumsal girişim sermayeleri yönetim kurulunda üye bulundurmayı hedeflemektedir.

Netice olarak, geleneksel girişim sermayesi yatırımcılarına göre daha farklı yatırım stratejileri ile hareket eden kurumsal girişim sermayeleri daha farklı yatırımcı hakları talep etmektedir.⁴⁴

⁴¹ Lantz, Sahut ve Teulon, **a.g.e.**, s. 369.

⁴² Lantz, Sahut ve Teulon, **a.g.e.**, s. 368.

⁴³ BVCA, **Guide to Corporate Venture Capital**, s. 8.

⁴⁴ 2022 yılında girişim şirketlerine; yaklaşık olarak 100 milyar Amerikan Doları kadar bir finansman, kurumsal girişim sermayeleri aracılığıyla sağlanmıştır. Detaylı veriler için bkz. CB

1.3.3. Yatırımcı Beklentileri

Erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda izlenen metoda göre yatırımcının beklentileri de değişiklik gösterebilmektedir.⁴⁵ Burada kastedilen söz konusu yatırımın; sermaye finansmanı olarak mı borç finansmanı olarak mı yapılandırıldığıdır.

Yatırımcı; sermaye finansmanı sonrasında yapılacak olan sermaye artırımını neticesinde yeni ihraç edilen payları iktisap ederek girişim şirketinde pay sahibi olmakta iken borç finansmanında böyle bir durum söz konusu değildir. İki finansman arasındaki bu yapısal farklılık bile belirli ayrımlara gidilmesine neden olmaktadır.

Sermaye yatırımı ile girişim şirketinde gerçekleştirilen sermaye artırımını neticesinde yeni ihraç edilen payları iktisap ederek pay sahibi olan yatırımcının, pay sahipliğine bağlı belirli hakları talep ettiği görülmektedir. Nitekim, pay sahibi olan yatırımcının hukuki bağlamda beklentilerinin yoğunlaştığı alanlar; (i) şirketin kontrolü ve (ii) yatırımın korumasına ve payların satışına (*exit*) ilişkin menfaatlardır. Diğer taraftan girişim şirketine borç finansmanı ile yatırım yapan yatırımcının temel beklentisi ise vermiş olduğu borcun belirli şartların gerçekleşmesi ile sermayeye ilavesidir.

Çalışmada, sermaye yatırımı ile girişim şirketinde gerçekleştirilen sermaye artırımını neticesinde yeni ihraç edilen payları iktisap ederek pay sahibi olan yatırımcının haklarına ilişkin bir araştırma yapıldığından bu konu daha detaylıca irdelenecektir.⁴⁶

Sermaye yatırımı ile şirkette pay sahibi olan yatırımcı, henüz güçlü temellere oturmamış ve tecrübesiz girişimcilerin yönetiminde olan girişim şirketini belirli

Insights State of CVC 2022 Report (<https://www.cbinsights.com/research/report/corporate-venture-capital-trends-2022/>) .

⁴⁵ Beklentilerdeki değişiklik ile ifade edilmek istenen her iki yatırımcının imzalayacağı bağlayıcı sözleşmelerdeki beklentidir. Nitekim her yatırımcı, girişim sermayesi yatırımlarından kar elde etmeyi amaçlamaktadır ki burada bir ayrıma gidilmesi doğru değildir. Özellikle, erken aşama girişim şirketlerine yatırım yapan yatırımcıların kar beklentisi yatırım tutarlarının on ila on beş katı arasında değişmektedir. Detaylı bilgi için bkz. <https://kruzeconsulting.com/blog/what-vcs-return-expectations/> .

⁴⁶ Girişim sermayesi yatırımcılarının akdettiği sözleşmelerde ortalama sıklıkta yer alan yatırımcı haklarının dağılımı şu şekildedir: (i) pro-rata hakkı, (ii) tazmin hakkı, (iii) seyrilmeme hakkı, (iv) tasfiye payında imtiyaz hakkı. Detaylı istatistikler için bkz.: Paul Gompers, William Gornall, Steven N. Kaplan, Ilya A. Strebulaev, 2016, **How Do Venture Capitalists Make Decisions**, Natinonal Bureau of Economic Research, s. 50. Pro-rata hakkı, Türk Hukuku'nda yer alan rüçhan hakkı ile benzeşmekte olup yatırımcının pay sahiplik oranını korumasına imkan tanıyan bir hak olarak nitelendirilebilir.

konularda sınırlamak ve kontrolü kısıtlamak istemektedir. Bu kontrol, şirketin olağan iş akışından ziyade olağandışı işlemlere yönelik bir kontroldür. Bu sayede, girişim şirketi olması gerektiği gibi ölçeklenecek ve olağan dışı işlemler bakımından yatırımcının kontrolü altında olacaktır. Yatırımcı, yatırım yaptığı varlığı koruyacak ve şirketin organik bir şekilde büyümesine yardımcı olacaktır.

Erken aşama girişim şirketlerinde, şirkete liderlik etmesi beklenen girişimcinin; olabildiğince uzun süre girişim şirketinde pay sahibi olması ve tüm zamanını girişime vakfetmesi yatırımcının beklentilerinin başındadır. Nitekim, işin *know-how*'ına sahip olan girişimci olmaksızın, erken aşama olarak tabir edilen bir şirketin büyümesi mümkün değildir. Şirkette pay sahibi olan girişimci, emeğini vakfettiği girişimin değerlendirilmesi ile birlikte kendi malvarlığı da ve yatırımcının malvarlığı da değerlendirilecektir. Bu nedenle yatırımcı, erken aşama girişim şirketlerinde girişimcinin şirkette uzun süre boyunca pay sahibi olması beklentisindedir. Bu beklenti de sözleşmelerde düzenlenen pay devir yasakları ile rekabet yasakları çerçevesinde yansıma alanı bulur.

Kural olarak, yatırımcının temel amacının, elinde tuttuğu şirket paylarını satarak kar elde etmek olduğu (*exit*) daha önce belirtilmiştir. Bu noktada yatırımcının, işbu temel amacını imzaladığı sözleşmelerde de koruma altına alma isteği oldukça doğaldır. Yatırımcı bu beklentisini teminen şirket paylarının satışı durumunda elde edilecek gelirlerin paylaşımı noktasında imtiyaz sahibi olmayı talep etmektedir. Buna ek olarak, yatırımcı pay satışını herhangi bir pay devir engeline de tabi olmaksızın gerçekleştirme beklentisi içerisindedir.

Yatırımcı, bu başlık altında sayılan beklentilerini, sermaye yatırımı sonrasında sermaye artırımını ile ihraç edilecek olan yeni paylara bağlı olarak akdedeceği pay sahipleri sözleşmesine aktarmayı amaçlamaktadır. İşbu pay sahipleri sözleşmesinde yer alan ve yatırımcıların açıklanan beklentileri çerçevesinde şekillenen tüm bu düzenlemeler çalışmanın ana eksenlerinden olan yatırımcı haklarını oluşturmaktadır.

1.4.Yatırım Enstrümanları

İşbu başlık altında yapılan yatırımda izlenen metot çerçevesinde akdedilen sözleşmelere değinilecektir. Pay sahipleri sözleşmesi, niteliği gereği doğrudan yatırıma ilişkin düzenlemeler barındırmadığından, yapılan yatırım sonrası ortak olan yatırımcının haklarını düzenleyen ve ortaklıklar hukuku ile sözleşmeler hukuku

bağlamında değerlendirilmesi gereken bir sözleşme olduğundan çalışmanın ilerleyen kısımlarında ayrıca ele alınacaktır. Bir başka ifade ile pay sahipleri sözleşmesi, sermaye iştirak sözleşmesinde yer alan yükümlülüklerin yerine getirilmesi sonucunda ortak sıfatını kazanan yatırımcının ortak sıfatıyla sahip olduğu hakları düzenlemekte olup yatırıma ilişkin ikincil bir sözleşme olarak değerlendirilebilecektir. Girişim sermayesi ekosisteminde, bu iki sözleşmenin tek bir metin altında birleştirilerek sermaye iştirak ve pay sahipleri sözleşmesi olarak adlandırıldığı görülse de bu durum aynı metinde yer alan iki farklı sözleşme olduğu gerçeğini değiştirmemektedir. Ancak, her iki sözleşmenin de TTK'da düzenlenen özel tip sözleşmelerden olmaması, her iki sözleşmenin de sözleşme serbestisi kapsamında kurulan ve TBK merkezli akitl³⁴ olması pay sahipleri sözleşmesi ile sermaye iştirak sözleşmesinin benzeştiği alanlardır.

Öte yandan bu kısımda her ne kadar sermaye finansmanı enstrümanlarından olmasa da borç finansmanında kullanılan sözleşmelere de genel olarak değinilecektir.

1.4.1. Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmeleri

Girişim şirketine sağlanan borç ile finansman sağlanmasını konu alan sözleşmelerin tamamı paya dönüştürülebilir borç sözleşmesi olarak adlandırılabilir. Ancak, paya dönüştürülebilir borç sözleşmelerini sermaye iştirak sözleşmesinde olduğu gibi tek bir ana tipte toplamak oldukça zordur. Nitekim paya dönüştürülebilir borç sözleşmelerinin gerek faiz gerekse vade kurgularının farklılaşması ile sözleşme sistematiplerinin de oldukça değişkenlik gösterdiği gözlemlenmektedir: Esasında bu sözleşmeleri üç alt başlık altında ele almak daha doğru olacaktır: (i) *Simple Agreement For Future Equity* (SAFE), (ii) *Keep It Simple Security* (KISS) ve (iii) *Convertible Note* (Borç Sermaye Karması Finansman Sözleşmesi).

Her üç sözleşmenin de birbirinden ayrılan asli özellikleri olsa da sözleşmelerin ortak amacı girişim şirketine borç olarak finansman sağlamak ve işbu borçtan doğan alacak hakkının belirli şartların gerçekleşmesine bağlı olarak şirket sermayesine eklenmesidir. Erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda oldukça fazla şekilde kullanılan borç finansmanının, sermaye finansmanına kıyasen doğası gereği sahip olduğu ciddi bir avantajı bulunmaktadır. Sermaye finansmanında; yatırımcıya, sermaye artırımını ile yatırım tutarına karşılık gelen adette pay ihraç edilmekte ve bu pay ihracının sağlanmasını teminen genel kurul toplantısı gerçekleştirilmektedir. Söz konusu işlemlerin, yaklaşık bir ay kadar sürdüğü dikkate alındığında; erken aşama

girişim şirketleri için oldukça kıymetli olan günlerin; bürokratik işlemlerin tesisi için harcanması söz konusu olabilmektedir.⁴⁷ Öte yandan borç finansmanında, tarafların ticari şartlar üzerinde mutabık kalmasından sonra herhangi ek bir işleme gerek kalmaksızın yatırım tutarı, girişim şirketine hızlıca aktarılabilen ve aynı gün içerisinde yatırım tutarı girişim tarafından kullanılabilir konuma gelmektedir. Borç finansmanının işlem hızının yanında, sağladığı bir diğer ciddi avantaj ise henüz net bir değer biçilemeyen erken aşama girişim şirketinin değeri konusunun bir sonraki yatırım turlarına bırakılabilmesidir.⁴⁸

1.4.1.1.Simple Agreement For Future Equity (SAFE)

Simple Agreement For Future Equity sözleşmesi⁴⁹, Amerika Birleşik Devletleri'nde kurulu girişim hızlandırma programı olan Y Combinator tarafından hazırlanmış ve Türkçe'ye “Gelecekteki Sermaye Yatırımına Endeksli Anlaşma” olarak tercüme edilebilecek bir borç finansmanı sözleşmesidir.⁵⁰ SAFE kapsamında; girişim şirketine borç olarak sağlanan finansmanın, imtiyazlı payın ihraç edildiği finansmanda sermayeye eklenmesi amaçlanmaktadır. Şirkette imtiyazlı pay ihraç edilmesi durumunda yatırımcının alacağının sermayeye eklenmesinden kaçınması mümkün değildir. Alacağın sermayeye eklenmesi ile birlikte SAFE kendiliğinden sona erecektir.⁵¹

Öte yandan yatırımı alan şirketin imtiyazlı pay ihracı yapamadan satılması, halka arz edilmesi gibi çeşitli olaylar yaşanabilir. Bu durumda yatırımcının yatırım tutarının akıbeti ne olacaktır? Söz konusu durum, SAFE'de yer alan “*Liquidity Event*” tanımı ile çözümlenmektedir. Bu gibi durumlarda yatırımcı anılanlardan yüksek olan tutarı alma hakkına sahip olacaktır: (i) Yatırım tutarı veya (ii) yatırım tutarının tasfiye fiyatına bölünmesiyle elde edilen tutar kadar paya ödenecek tutar.⁵²

⁴⁷ Zeynep Tıraşın Aksan, 2018, **Paya Dönüştürülebilir Tahviller**, s. 32.

⁴⁸ Tıraşın Aksan, **a.g.e.**, s. 32.

⁴⁹ Güncel SAFE modellerine, <https://www.ycombinator.com/documents> adresinden ulaşılabilir.

⁵⁰ Gelecekteki Paya Dayalı Finansman için Yalın Sözleşme olarak çeviren yazarlar da bulunmaktadır. Elçin Karatay, 2019, **Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE'lerin Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi**.

⁵¹ Y Combinator, **Safe User Guide**, s.8.

⁵² Karatay, **a.g.e.**, s. 52.

Netice olarak SAFE’de ne vade ne de faiz düzenlemesi bulunmaktadır. Yatırımcının yatırım tutarı, imtiyazlı pay ihracının yapıldığı esnada paya dönüşmektedir ve sermaye artırımını yapılmaktadır.

1.4.1.2.Keep It Simple Security (KISS)

Genel anlayış olarak SAFE ile oldukça benzeşen *Keep It Simple Security* (KISS) sözleşmesi de borç finansmanı modelinde kullanılan girişim sermayesi yatırımları enstrümanlarından biridir. KISS de SAFE gibi bürokratik süreçleri azaltan, finansmana hızlı erişim sağlanmasına imkan tanıyan bir sözleşmedir. KISS’in, temsil ve hizmet ettikleri amaç SAFE ile benzer de olsa her iki sözleşme arasında iki ana yapısal farklılık bulunmaktadır.⁵³ Bunlar, SAFE’de yer almayan faiz ve vade düzenlemelerinin KISS’de yer alıyor olmasıdır.

1.4.1.3.Convertible Note (Borç Sermaye Karması Finansman Sözleşmesi)

Convertible Note’da diğer iki finansman sözleşmesi ile benzer bir amaca hizmet etmekte ise de diğer iki sözleşmeyi farklı bir borç finansman enstrümanı alt grubu, *Convertible Note*’u ise farklı bir borç finansman enstrümanı alt grubu olarak değerlendirmek gerekmektedir.

Convertible Note, esasında girişim şirketine verilen borcun belirli şartlar dahilinde sermayeye eklenmesini veya iadesini konu alan bir sözleşmedir. *Convertible Note*’da finansmanın (borcun) sermayeye eklenmemesi durumunda finansmanın iadesinin kararlaştırılıyor olması, *Convertible Note* ile SAFE’i birbirinden ayıran en temel karakteristik özelliktir. Nitekim, SAFE’de yatırımın iadesi söz konusu değildir. Hatta bu nedenle de SAFE kapsamında girişime aktarılan tutarların, muhasebe kayıtlarında sermaye benzeri kalem olarak izlendiği görülmektedir.

Convertible Note’un esasında Türk hukukundaki paya dönüştürülebilir tahvil ile benzeştiğini söylemek yanlış olmayacaktır. Borçlanma Araçları Tebliği’nde (VII-128.8) yer alan tanıma göre paya dönüştürülebilir tahvil, “*İhraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracı*” olarak tanımlanmaktadır. Amerikan Hukuku’nda gerek SAFE

⁵³ Seren Deniz Yanık, 2021, **Girişim Şirketlerinin Sermaye İhtiyaçlarını Karşılama İçin Kullandıkları Fon Mekanizmaları**, Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2021/2, s.360 vd.

gerekse *Convertible Note*'ların bir sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmesi dikkate alındığında⁵⁴, *Convertible Note*'ların Türk hukuku bağlamında sermaye piyasası aracı olarak kabul edilip edilemeyeceği sorusu akıllara gelmektedir.⁵⁵ Sermaye piyasası araçlarının SPK tarafından özel olarak denetleniyor olmasına rağmen GSYF Tebliği'nde herhangi bir kısıt veya şart getirilmeksizin “*girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılandırılmış finansman niteliğinde finansman sağlayabilir.*” ifadesinin geçiyor olması SPK'nın bu tip sözleşmeleri sermaye piyasası aracı olarak değerlendirmedeği yorumunun yapılmasına neden olabilecektir. Ancak belirtilen ifadenin yalnızca GSYF Tebliği ile GSYO Tebliği'nde yer alması, söz konusu yorumun (borç finansman sözleşmelerinin sermaye piyasası aracı olarak değerlendirilmeyeceği) yalnızca girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım fonları bakımından yapılabileceği tereddüdünü de doğurmaktadır.

1.4.2. Sermaye İştirak Sözleşmesi

Sermaye finansmanı olarak Türkçe'ye çevrilebilecek *equity financing*'in, Türk hukukundaki karşılığı sermaye artırımdır. Başka bir ifade ile girişim şirketine sermaye finansmanı modeli ile yatırım yapan girişimci, girişim şirketi nezdinde gerçekleştirilecek sermaye artırımını ile şirkette pay sahibi sıfatını kazanacaktır. Yatırımcı, yatırım ile şirkette pay sahibi olduğunda paya bağlı haklardan yararlanabilecek ve işbu paya bağlı hakların çeşitlendirilmesi için akdedilen pay sahipleri sözleşmesine taraf olabilecektir. Bu noktada bir sermaye yatırımının, sözleşmeler hukuku düzleminde iki farklı perspektifte incelenmesi gerekmektedir: (i) Yatırımcının şirkete ortak olmasına ilişkin şartları düzenleyen sözleşme ve (ii) yatırımcının şirkette pay sahibi olmasından sonra paya bağlı hakları düzenleyen sözleşme.

Paya bağlı hakların, pay sahipleri sözleşmesinde düzenlendiği çalışmanın devamında⁵⁶ ele alınmakla birlikte bu noktada, yatırımcının şirkette pay sahibi olmasını teminen gerçekleştirilen sermaye artırımının koşullarını düzenleyen sözleşmenin kapsam ve içeriğinin ne şekilde olması gerektiği sorusu akıllara gelmektedir. İşbu başlık altında, sermaye artırımını ve yatırımcının şirkete ortak olma

⁵⁴ Detaylı bilgi için bkz.: Karatay, **a.g.e.**, s.34 vd.

⁵⁵ Detaylı bilgi için bkz.: Karatay, **a.g.e.**, s.104 vd.

⁵⁶ Detaylı bilgi için bkz: “3.2. Pay Sahipleri Sözleşmesi”.

koşullarını düzenleyen sözleşme olan sermaye iştirak sözleşmesi⁵⁷ ele alınacaktır. Esasında sermaye iştirak sözleşmesi, şirkete yatırım yapmak isteyen kişi için ihraç edilecek yeni payların ihraç edilme sürecine ilişkin akdedilen sözleşme olarak tanımlanabilecektir.

1.4.2.1.Amaç

Bir anonim ortaklıkta çeşitli amaçlar ile sermaye artırımını gerçekleştirilebilir. Bu artırım, zaman zaman özvarlık güçlendirmesi zaman zaman kanuni zorunluluklar⁵⁸ zaman zaman ise şirkete yeni pay sahibi alınması⁵⁹ gerekçesiyle gerçekleştirilebilir. Dikkat edileceği üzere yukarıda gerekçelerine yer verilen sermaye artırımında ihtiyaç duyulacak fonlar, dış kaynaklardan veya iç kaynaklardan da karşılanabilecektir. Nitekim, özvarlığı güçlendirmek isteyen bir şirket, dağıtılmamış karı sermayeye ilave ederek özvarlıklarını güçlendirebilir. Öte yandan şirkete yeni bir pay sahibinin alınmak istenmesi durumunda ise fonun dış kaynaklardan karşılanması gerekmektedir. Bu noktada her sermaye artırımında arka planda bir sermaye iştirak sözleşmesi akdedilmesi gerekip gerekmediği sorusu akıllara gelmektedir. Özellikle iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarının bedelsiz olduğu dikkate alındığında özel olarak bir sermaye iştirak sözleşmesi düzenlenmesi gerekmediği düşünülse de dış kaynaklardan yapılan özellikle de yeni pay sahibinin şirkete katılımı için yapılan sermaye artırımlarında sermaye iştirak sözleşmesine ihtiyaç duyulabileceği

⁵⁷ Bahsi geçen sözleşme, İngilizce’de “*Subscription Agreement*” olarak adlandırılmaktadır. Nesrin Şahin, 2021, **İştirak (Sermaye Katılım) Sözleşmeleri Yoluyla Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliğinin Kazanılması**.

⁵⁸ 25 Kasım 2023 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 7887 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı ile anonim şirketler için öngörülen asgari esas sermaye tutarı 50 bin TL’den 250 bin TL’ye çıkarılmıştır. İlk aşamada işbu asgari sermaye tutarının kurulmuş olan anonim şirketlere uygulanmayacağı yalnızca yeni kurulacak olan anonim şirketlere uygulanacağı Ticaret Bakanlığı’nın 26 Kasım 2023 tarihli duyurusunda açıklanmıştır (<https://fatsatso.org.tr/duyuru/anonim-ve-limited-sirketler-icin-asgari-sermaye-tutarlarinin-arttirilmesi-hk-544>). Akabinde, Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü’nün E-50035491-433.99-00092124772 sayılı genelgesi ile şirketlerin yapacakları sermaye artırımlarında 25 Kasım 2023 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 7887 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı’nda yer alan asgari sermaye tutarlarının aşılması gerektiği ifade edilmiştir. Örnek olarak, 50 bin TL esas sermayesini artırmak isteyen bir anonim ortaklığın, artırım sonucunda ulaşması gereken asgari sermaye tutarının 250 bin TL olması gerekmektedir. Kanunen zorunlu sermaye artırımına bir başka örnek ise TTK’nın 376 ncı maddesi örnek verilebilir. TTK’nın 376 ncı maddesinin ikinci fıkrasına göre, “*Son yıllık bilanço’ya 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.*”.

⁵⁹ Şahin, **a.g.e.**, s. 3.

değerlendirilmektedir. Nitekim, iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımında TTK'nın 462 nci maddesi uyarınca, *“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 fonlar sermayeye dönüştürülerek sermaye iç kaynaklardan artırılabilir.”*. İç kaynaklardan yapılan artırımda, şirketin malvarlığında herhangi bir artma meydana gelmemekte şirketin fiili değeri ile esas sermayesi birbirine yaklaşmaktadır.⁶⁰

Ancak, çalışmanın ana konusu pay sahibi yatırımcının hakları olduğundan, bu kısımda yalnızca şirkete yeni pay sahibi alınması gerekçesiyle yapılan sermaye artırımlarına odaklanılacaktır.

Sermaye iştirak sözleşmesi, esasında şirkete yatırım yapan yatırımcının yatırım tutarının şirket içerisine nasıl aktarılacağına ilişkin bir sözleşme olarak ifade edilebilecektir. Yatırım tutarı karşılığında girişim şirketinde yeni pay ihraç edilmesi amacıyla sermaye artırımını yapılacak ve bu sermaye artırımını ile ihraç edilen payları iktisap eden yatırımcı şirkette pay sahibi olacaktır.

Son olarak, temelinde bir pay satış işlemi için niçin pay devir sözleşmesinin kullanılmadığına da değinilecek olursa, pay devir sözleşmesinde şirketin mevcut paylarının bir kişiden bir kişiye devri söz konusudur. Bu noktada, şirkete yeni pay sahibi alınması amacı karşılanırsa da pay devri için ödenen tutar şirkete veya şirket sermayesine intikal etmemiş olup işbu tutara payı devreden kişi hak kazanmıştır. Bir başka ifade pay devrinde; devren iktisap söz konusu iken sermaye artırımında aslen iktisap söz konusudur.⁶¹

1.4.2.2.Sermaye İştirak Sözleşmesinin TTK ile Olan İlişkisi

TBK'nın 26 ncı maddesine göre, taraflar sözleşmeyi kanundaki emredici kurallara aykırı olmamak şartıyla özgürce düzenleyebilir. İştirak sözleşmeleri her ne kadar karşılıklı borç doğuran borçlar hukuku sözleşmeleri olsa da iştirak sözleşmesinin bir şirkete ilişkin akdediliyor olması durumunda TTK bakımından da değerlendirme

⁶⁰ Erdoğan Moroğlu, 2018, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, s. 195 vd.

⁶¹ Şahin, **a.g.e.**, s. 1.

yapılması gerekmektedir.⁶² TTK bakımından yapılacak olan değerlendirme iki temel hususa odaklanmaktadır: (i) Tek borç ilkesi ve (ii) işlevler ayrılığı ilkesi.

1.4.2.2.1. Tek Borç İlkesi Bakımından Değerlendirme

Anonim şirketlere hakim olan ve TTK'nın 480 inci maddesinde düzenlenen tek borç ilkesi esasında, pay sahibine payın nominal değeri ile nominal değeri aşan prim borcu dışında herhangi ek bir yükümlülük getirilememesini ifade etmektedir. Bu bahisle kural olarak anonim ortaklıkta pay sahipleri sermaye koyma borcu dışında herhangi bir borç altına giremezler.⁶³ Sermaye iştirak sözleşmelerinin tek borç ilkesi kapsamındaki konumunu anlamak için tek borç ilkesinin kabul nedenine de kısaca bir değinmekte fayda bulunmaktadır. Sermayenin tabana yayılması amacına hizmet eden anonim şirketlerde, şirkette pay sahibi olan kişinin beklemediği borçlar ile karşılaşması işbu tabana yayılma politikası ile uyusmayacaktır. Bu nedenle, pay sahibinin ileride beklenmedik bir borç ile karşılaşmamasını temin eden tek borç ilkesi ile kişilerin anonim ortaklıklara dahil olması teşvik edilmektedir.

Tek borç ilkesinin pay sahipliğine bağlı etki doğuran korporatif bir niteliği haiz olduğu dikkate alındığında, pay sahiplerinin yalnızca birbirlerine karşı ileri sürebilecekleri borç sözleşmelerinin tek borç ilkesine aykırı olduğunu ifade etmek doğru olmayacaktır. Nitekim, burada borç sözleşmesi nispi etki doğurur ve yalnızca sözleşmenin tarafları bakımından bağlayıcı olur. Sermaye iştirak sözleşmesinde de yüklenilen borçlar şahsi nitelikte borçlar olduğu dikkate alındığında, sermaye iştirak

⁶² Şahin, **a.g.e.**, s. 44 vd.

⁶³ Tek borç ilkesinin iki temel istisnası bulunmaktadır. TTK'nın 480 inci maddesinin dördüncü fıkrasına göre, *“Pay devirlerinin şirketin onayına bağlı olduğu hâllerde, esas sözleşmeyle pay sahiplerine sermaye taahhüdünden doğan borçtan başka, belli zamanlarda tekrarlanan ve konusu para olmayan edimleri yerine getirmek yükümlülüğü de yüklenebilir. Bu ikincil yükümlülüklerin nitelik ve kapsamı pay senetlerinin veya ilmühaberlerin arkasına yazılabilir.”* Diğer bir istisna ise primli payın primini ödeme borcudur. Şahin, **a.g.e.**, s. 50. TTK'dan doğan bu iki kanuni istisna dışında bir istisnanın varlığından da bahsedilebilecektir. Pay sahibinin, tek borç ilkesinden yararlanarak dürüstlük kuralına aykırı işlemlerinde de tek borç ilkesinin söz konusu olmayacağı, ortaklık ile beraber pay sahibine de başvuru yapılabileceği değerlendirilmektedir. Veliye Yanlı, 2000, **Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması**, TTK'nın 421 inci maddesinin ikinci fıkrasının (a) bendi uyarınca, bilanço zararlarının kapatılması için pay sahiplerine ikincil yükümlülükler de getirilebilmekte ve bu durum da tek borç ilkesinin istisnasını teşkil etmektedir. Ferhat Kayış, 2022, **Anonim Ortaklıkta Tek Borç İlkesi Çerçevesinde TTK 421/2-a Bendinin Değerlendirilmesi**, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. 30 S. 3, s. 1211.

sözleşmesinin tek borç ilkesine aykırılık nedeniyle geçersiz olduğunu söylemek mümkün olmayacaktır.

Öte yandan, borç sözleşmesi olarak akdedilen sermaye iştirak sözleşmesi ile kanunun etrafından dolaşılıp dolaşılmadığı hususu da akıllara gelmektedir. Ancak, sermaye iştirak sözleşmesinin kanunun etrafından dolaştığı ve dürüstlük kuralına aykırı olduğunu söylemek de oldukça güçtür. Nitekim, tek borç ilkesi ile amaçlanan paya bağlı ek borçları tanımlanamamasıdır. Sermaye iştirak sözleşmesinde ise doğrudan şahsi bir borçtan bahsetmek mümkündür.⁶⁴

Son olarak erken aşama girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımları kapsamında imzalanan sermaye iştirak sözleşmesinin de tek borç ilkesi karşısındaki konumunun değerlendirilmesinin faydalı olduğu düşünülmektedir. Sermaye iştirak sözleşmesinde iki karakteristik borç bulunmaktadır. Bunlar, (i) sermaye koyma borcu ile (ii) mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarından feragat⁶⁵ borcudur. İşbu iki karakteristik borç da ani ifa sonrasında sona eren borçlardır. Bir başka ifade ile sermaye iştirak sözleşmesindeki borçların; niteliği gereği paya bağlanması mümkün değildir. Nitekim, sermaye artırımının yapılması ile sermaye iştirak sözleşmesi büyük ölçüde anlamını kaybetmektedir.

1.4.2.2.2. İşlevler Ayrılığı İlkesi Bakımından Değerlendirme

Sermaye iştirak sözleşmelerinde, sözleşmeyi akdeden pay sahiplerinin ortaklıktan bağımsız hukuki kişilikleri bulunmaktadır. Bu noktada, sözleşmeyi akdeden kişiler ortaklığın bir organından ziyade ortaklığın bir organını oluşturan kişilerdir.⁶⁶ Genel kurulu oluşturan pay sahiplerinin sermaye iştirak sözleşmesi kapsamında karakteristik edimi, sermaye artırımına yönelik olumlu oy kullanmak ve rüçhan haklarından feragat etmektir. Bu kararların alınmasında pay sahibi serbest idaresi ile hareket edebileceğinden söz konusu kararların alınmasına yönelik oy kullanılması ortaklık iradesine etki etmemektedir.

TTK'da genel kurulda kullanılacak oyun önceden belirli bir yönde olmasına ilişkin getirilen herhangi bir kısıt veya yasaklama bulunmadığından, sermaye iştirak sözleşmelerinde oy kullanıma yönelik taahhütler de hukuka uygun olacaktır. Kaldı ki,

⁶⁴ Detay bilgi için bkz.: Şahin, **a.g.e.**, s. 52.

⁶⁵ Şahin, **a.g.e.**, s 7.

⁶⁶ Şahin, **a.g.e.**, s. 62.

TTK'nın 427 maddesinin birinci fıkrasında, belirli durumlarda oyun önceden belirlenebileceği anlamına çıkan bir hüküm de yer almaktadır. Buna göre, “*Katılma haklarını temsilci olarak kullanan kişi, temsil edilenin talimatına uyar. Talimata aykırılık, oyu geçersiz kılmaz. Temsil edilenin temsilciye karşı hakları saklıdır.*”.

Öte yandan, sermaye iştirak sözleşmesinde yer alan oy kullanma taahhütlerinin ortaklık amacı ile bağdaşmaması ve sözleşme ile kanun ve esas sözleşmenin etrafından dolaşılması durumlarında, sermaye iştirak sözleşmesinin geçersiz olarak addedilebileceği değerlendirilmektedir.⁶⁷ Nitekim, söz konusu sözleşmesel taahhüt ile bir genel kurul kararı alınmış ise bu genel kurul kararının, TTK'nın 445 inci maddesi kapsamında dürüstlük kuralına aykırılık gerekçesi ile iptali talep edilebilecektir.⁶⁸

1.4.2.3.Sermaye İştirak Sözleşmesi'nin Şirkete Etkisi

Sermaye iştirak sözleşmesinin nispi borç doğuran bir borç sözleşmesi olduğuna çalışmanın önceki kısımlarında yer verilmektedir. Sermaye iştirak sözleşmesinin borçlar bakımından nispi bir etki doğuruyor olması sözleşmenin ortaklık üzerinden korporatif bir etkisinin olmamasına da neden olmaktadır. Nitekim sözleşmenin nispiliği, sözleşmenin yalnızca akdeden taraflar bakımından bağlayıcı olduğunu ve sözleşmenin 3. kişiler bakımından bağlayıcı olmayacağını ifade etmektedir. Bu nedenle sermaye iştirak sözleşmesi, ortaklık bakımından doğrudan ve birincil bir borç doğurmamaktadır. Ortaklık, esasında sözleşmenin tarafından ziyade subjesidir.⁶⁹ Başka bir ifade ile sermaye iştirak sözleşmesi ile ortaklık arasındaki ilişki *res inter alios acta* ilkesi⁷⁰ çerçevesinde şekillenmektedir.

Sermaye iştirak sözleşmesinin doğrudan şirket bakımından etki doğurmadığı ve korporatif etkisi bulunmadığı dikkate alındığında, sermaye iştirak sözleşmesi uyarınca pay sahiplerinden bağımsız olarak şirketin yerine getirmesi gereken konuların hukuki karşılıklarının ne olduğu sorusu akıllara gelmektedir. Nitekim, sermaye iştirak sözleşmesindeki borçların ifası kural olarak şirketten talep edilemez. Salt olarak yönetim kurulu, şirket, işbu sermaye iştirak sözleşmesi ile borçlandırılmaz. Nitekim, şirketin yönetim kurulu üyelerinin bireysel olarak şirketin yerine getirmesi gereken

⁶⁷ Erdoğan Moroğlu, 2015, **Oy Sözleşmeleri**, s. 58 vd.

⁶⁸ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 76.

⁶⁹ M. Kemal Oğuzman, Turgut Öz. 2013, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt 2**, s. 428.

⁷⁰ Bir sözleşmenin yalnızca taraflar arasında hüküm doğuracağına, sözleşmeye taraf olmayanların sözleşmeden etkilenmeyeceğine ilişkin bir ilkedir.

işlemlere⁷¹ yönelik taahhüt altına girmesi durumunda dahi sözleşme şirketi bağlamayacak olup işbu taahhütler söz konusu yönetim kurulu üyesi bakımından nispi bir borç doğuracaktır.⁷² Ancak söz konusu taahhütler doğrudan ortaklığı bağlamasa da yönetim kurulu üyelerinin taraf olduğu ve kendileri bakımından borç doğuran sermaye iştirak sözleşmesinde yer alan yükümlülükleri yerine getirmek için yönetim kurulu üyesi sıfatıyla gerçekleştireceği işlemler nedeniyle sermaye iştirak sözleşmesi şirket üzerinde fiili de olsa bir etki doğuracaktır.

Sermaye iştirak sözleşmesinden doğan yükümlülüklerin doğrudan şirket üzerinden etki doğurmayacağı, yönetim kurulu üyesi sıfatını haiz kişilerin sözleşmesel olarak belirli taahhütlerde bulunmak suretiyle şirket üzerinde fiili etki doğurabildiği dikkate alınsa dahi yönetim kurulu üyesinin taahhütlerinin hukuka uygunluğunun tespiti de önem arz etmektedir. Yönetim kurulu üyesinin şirket ile ilgili borçlarının ifasında şirket esas sözleşmesine ve kanuna uygun davranması gerekmektedir. Buna ek olarak yönetim kurulu üyelerinin TTK'dan doğan özen, gözetim ve sadakat yükümlülükleri bulunmaktadır.

TTK'nın 369 uncu maddesinde yönetim kurulu üyeleri ile şirketi yönetme (temsil) yetkisi olan diğer kişilerin; yetki kullanımlarında dikkat etmeleri gereken ölçüt ve sınırlara yer verilmektedir. Buna göre, *“Yönetim kurulu üyeleri ve yönetimle görevli üçüncü kişiler, görevlerini tedbirli bir yöneticinin özeniyle yerine getirmek ve şirketin menfaatlerini dürüstlük kurallarına uyarak gözetmek yükümlülüğü altındadırlar.”*. TTK'nın 369 uncu maddesinde temelinde iki konuda yükümlülük getirildiği görülmektedir. Yönetim kurulu üyesinin nesnel bir özen yükümlülüğü ve şirkete bağlılık yükümlülüğü bulunmaktadır.⁷³ Sermaye iştirak sözleşmeleri bakımından, özellikle bağlılık yükümlülüğün ele alınması faydalı görülmektedir. Nitekim, sermaye iştirak sözleşmesi ile nispi bir borç yüklenen yönetim kurulu üyesi zaman zaman, sözleşmeden doğan borç ile TTK'dan doğan bağlılık borcu arasında kalabilir.

⁷¹ Sermaye artırımı için gerekli olan genel kurulun toplanması için yönetim kurulunun çağrıda bulunması, TTK'nın 461 inci maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca yönetim kurulunun yeni pay alımı hakkının kullanılması için gerekli işlemleri temin etmesi gibi sermaye artırımı sürecinde yönetim kurulunun belirli yükümlülükleri ve sorumlulukları bulunmaktadır.

⁷² Şahin, **a.g.e.**, s. 69.

⁷³ Cafer Eminoğlu, 2021, **Anonim Şirkette Özen ve Bağlılık Yükümlülüğünün Kişi Bakımından Kapsamına İlişkin Bazı Değerlendirmeler**, Ankara Barosu Dergisi 80, no. 1, s. 84 vd.

Bağlılık yükümlülüğü ile kastedilen şirketin menfaatlerinin ön planda tutulması ve yöneticilerin kişisel menfaatlerine karşın şirket menfaatlerinin öncelikli bir konu olmasıdır.⁷⁴ Bu noktada, sözleşmeye uymaması durumunda sözleşmeye aykırılık nedeniyle sorumluluğu doğabilecek yönetim kurulu üyesinin, salt kendi menfaati doğrultusunda hareket etmesini kısıtlayan TTK'nın 369 uncu maddesi ile şirket kendi yöneticilerine karşı korunmaktadır.

Netice olarak, herhangi bir kişi yönetim kurulu üyesi sıfatıyla ve sermaye iştirak sözleşmesi kapsamında şahsi bir yükümlülük altına girmiş olsa da işbu yükümlülüğün TTK'nın 369 uncu maddesi kapsamındaki konumuna bakmak gerekecektir. Söz konusu yükümlülük, yönetim kurulu üyesinin özen ve bağlılık yükümlülüğüne aykırı davranmayı gerektirmekte ise işbu yükümlülüğün hukuken geçersiz olduğu öne sürülebilecektir. Bu durumda, ilgili yükümlülük kapsamında bir yönetim kurulu kararı alınmış ise yönetim kurulu kararının TTK'nın 391 inci maddesinin birinci fıkrasının (b) bendi uyarınca batıl bir nitelikte olduğunun mahkeme tarafından tespitinin istenebileceği de değerlendirilmektedir.⁷⁵

Son olarak, TTK'nın 369 uncu maddesine aykırı bir sözleşmesel taahhütte, yönetim kurulu üyesinin yaklaşımı nasıl olmalıdır sorusuna yanıt aramakta fayda görülmektedir. Yönetim kurulu üyesinin, TTK 369 uncu maddesine aykırı şekilde sözleşmedeki taahhütleri yerine getirmesi durumunda, ortaklığa karşı sorumluluğu doğacaktır. Bu nedenle yönetim kurulu üyesinin TTK'nın 369 uncu maddesine uyumlu şekilde davranması gerekliliği konusunda tereddüt bulunmamaktadır.⁷⁶ Yönetim kurulu üyesi gerekmesi halinde sözleşmeye aykırı ancak TTK'ya uygun olacak şekilde işlem tesis etmeli veya oy kullanmalıdır. Yönetim kurulu üyesinin TTK'ya uygun davranması karşısında sözleşmeyi ihlal etmesi durumunda ise ikili bir ayrıma gidilmesi gerektiği değerlendirilmektedir. Yönetim kurulu üyesi, sözleşmeyi akdederken söz konusu taahhüttün şirket menfaatlerine aykırı olduğunu bilmesine rağmen sözleşmeyi akdetmiş ise bu durumda yönetim kurulu üyesini korumak dürüstlük kuralı ile

⁷⁴ Ünal Tekinalp, 2015, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, s. 241.

⁷⁵ İlgili fıkra şu şekildedir: “(1) Yönetim kurulunun kararının batıl olduğunun tespiti mahkemeden istenebilir. Özellikle; a) Eşit işlem ilkesine aykırı olan, b) Anonim şirketin temel yapısına uymayan veya sermayenin korunması ilkesini gözetmeyen, c) Pay sahiplerinin, özellikle vazgeçilmez nitelikteki haklarını ihlal eden veya bunların kullanılmalarını kısıtlayan ya da güçleştiren, d) Diğer organların devredilemez yetkilerine giren ve bu yetkilerin devrine ilişkin, kararlar batıldır.”.

⁷⁶ Şahin, **a.g.e.**, s. 69.

bağdaşmayacaktır. Ancak, sözleşmenin akdedilmesi esnasında basiretli bir iş insanı gibi hareket eden yönetim kurulu üyesi bakımından nispi borç doğuran edim, imza tarihindeki veya imza tarihinden sonra öngörülebilir bir zaman aralığındaki şirket menfaatlerine aykırı olmamasına rağmen ifa günü geldiğinde şirket menfaatlerine aykırı ise ifadan kaçınan yönetim kurulu üyesinin kusurunun daha az olduğu kabul edilmeli ve sözleşmeyi ihlal hususu da bu kapsamda değerlendirilmelidir.

Yönetim kurulu bakımından bir konunun irdelenmesinde de fayda görülmektedir. Daha önceki kısımlarda şirket yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulu üyesi sıfatıyla yüklendiği borçların nispi borç olduğundan ve yalnızca yönetim kurulu üyeleri bakımından sonuç doğuracağına, bu nedenle de sermaye iştirak sözleşmelerinin korporatif etki doğurmayan nispi borç konulu sözleşmeler olduğu belirtilmiştir. Bu hususa ek olarak, sermaye iştirak sözleşmesini akdeden yönetim kurulu üyelerinin değişmesi durumunda; sermaye iştirak sözleşmesine yeni seçilen veya atanan üyelerin uyum sağlayıp sağlamayacağı meçhuldür. Nitekim, sermaye iştirak sözleşmesi yalnızca sözleşmeyi akdeden yönetim kurulu üyeleri bakımından yükümlülük doğurmaktadır. Yeni seçilen veya atanan üyelerin böyle bir nispi borcu bulunmadığından sermaye iştirak sözleşmesine uyması gerekmemekte ve bu bahisle de sözleşmenin korporatif etki doğurmadığı görüşü kuvvetlendirilebilecektir.

Son olarak, yönetim kurulu üyelerinin bireysel olarak, şirketteki yönetim kurulu üyelikleri aracılığıyla belirli işlemleri gerçekleştireceklerine yönelik taahhütlerden ve yönetim kurulunda belirli yönde oy kullanmalarından ayrı olarak, sermaye iştirak sözleşmesine belirli konular bakımından doğrudan şirketin taraf olması konusuna değinmekte fayda bulunmaktadır. Burada dikkat edilmesi gereken konu, şirketin doğrudan üstlendiği yükümlülüklerin genel kurulun yetki alanına giren iş, işlemlerden olmaması ve sözleşmenin mevcut pay sahipleri ile akdedilmemesidir. Nitekim, öğretide şirket ile pay sahipleri arasında oy sözleşmesi akdedilemeyeceği⁷⁷ ve genel kurulun yetkisinde kalan bir konuda şirketin bir taahhütte bulunulamayacağı⁷⁸ kabul edilmektedir. Öte yandan, ortaklığın yalnızca kendisinin akdedeceği bir borç sözleşmesi ile alıcı tarafa yeni ihraç edilecek payları edindirme taahhüdünde

⁷⁷ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, 2019, **Ortaklıklar Hukuku II**, s. 79. Gül Okutan Nilsson, 2004, **Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, s. 79.

⁷⁸ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **a.g.e.**, s. 79. Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 314.

bulunması da mümkündür. Bu durumda da şirket, pay sahiplerinin fiilini taahhüt etmiş ve TBK'nın 128 inci maddesi kapsamında bir borç üstlenmiştir.⁷⁹

Sermaye iştirak sözleşmelerinde; doğrudan şirketin taahhüt edebileceği konular, yönetim kurulu tarafından yerine getirilmesi gereken iş ve işlemlere ilişkindir. Bu işlemlerde olan pay iktisabına onay ve ilgili pay iktisabını deftere işlemenin, şirket tarafından yerine getirileceği yine şirket tarafından taahhüt altına alınabilecek gibi gözükse de bu noktada TTK'nın 492 nci maddesinin göz önünde bulundurulması gerekmektedir. İlgili maddeye göre, *“Esas sözleşme, nama yazılı payların ancak şirketin onayıyla devredilebileceğini öngörebilir.”* Bu noktada şirketin, TTK kapsamında esas sözleşmede yer alması şartına bağlı olarak kullanılabilecek bir yetkiye ilişkin sözleşmesel taahhütte bulunması tereddüt uyandırmaktadır.⁸⁰

Ayrıca yönetim kurulu TTK ve esas sözleşme hükümleri ile doğrudan bağlı olmasına rağmen borç sözleşmesi niteliğini haiz sermaye iştirak sözleşmelerinin ifası bakımından borçlar hukuku uygulanacaktır. Bu noktada, sermaye iştirak sözleşmesindeki yükümlülükler uyum sağlanmaması noktasında ortaklıklar hukukundan neşet eden hak ve yetkilere başvurulamayacaktır.⁸¹

1.4.2.4.Girişim Sermayesi Yatırımlarında Sermaye İştirak Sözleşmesinin İçeriği

Çalışmanın önceki bölümlerinde sermaye iştirak sözleşmesinin karakteristik edimlerinden yola çıkarak sözleşmenin temelinde iki taraflı bir kurguda olduğuna değinilmiştir: (i) Sermaye ödemesi ve (ii) yeni ihraç edilen paylara sahip olunması. Bu iki ana edime bağlı olarak sermaye iştirak sözleşmelerinde birçok ikincil borç da düzenlenmektedir. Bu yan borçlar; sermaye iştirak sözleşmesini akdeden tarafların ticari güçlerine göre farklılık gösterebilecek olsa da çalışmanın bu kısmında erken aşama girişim şirketine yapılan bir yatırımda akdedilen sermaye iştirak sözleşmesi merkezli bir değerlendirme yapılacaktır. Bir erken aşama girişim şirketine yapılan yatırım kapsamında akdedilen sermaye iştirak sözleşmesinde ağırlıklı olarak pay sahibi olan girişimciye borç yüklendiği görülmektedir. Sermaye iştirak sözleşmesinin doğası gereği mevcut pay sahipleri tarafından üstlenilen yükümlülükler dışında (genel kurulu toplama ve sermaye artırımı kararı alma gibi) yatırım yapılan şirkete ilişkin

⁷⁹ Şahin, **a.g.e.**, s. 72.

⁸⁰ Detaylı bilgi için bkz.: Şahin, **a.g.e.**, s. 73 vd.

⁸¹ Şahin, **a.g.e.**, s. 74.

belirli beyan ve tekeffüller de verilmektedir.⁸² Bu beyan ve tekeffüllerin başlıcaları şirketin malvarlığına, fikri ve sınai mülkiyet haklarına, şirketin taraf olduğu davalar ve diğer uyumsuzluklara, kurumsal yapıya, mali kayıtları ile vergi ödemelerine ilişkindir. Bu noktada, işbu beyan ve tekeffüllerin kim tarafından verilmesi gerektiğinin irdelenmesinde de fayda olduğu düşünülmektedir.

NVCA'nın yayımlamış olduğu model doküman seti içerisinde yer alan ve sermaye iştirak sözleşmesine karşılık gelen *Stock Purchase Agreement*'ta⁸³; yatırım yapılan şirkete ilişkin verilen beyan ve tekeffüllerin doğrudan şirket tarafından verildiği görülmektedir. Öte yandan, BVCA'nın yayımlamış olduğu doküman setinde yer alan ve yine sermaye iştirak sözleşmesine karşılık genel *Subscription Agreement*'ta⁸⁴ da beyan ve tekeffüller şirket tarafından verilmektedir. Ancak Startup Estonia'nın yayımlamış olduğu ve sermaye iştirak sözleşmesine karşılık gelen *Investment Agreement*'ta⁸⁵ beyan ve tekeffüller hem şirket hem de girişimciler tarafından verilmektedir.

Global örneklerde beyan ve tekeffülün kimler tarafından verildiği irdelenmiş olsa da Türk Hukuku kapsamında nasıl bir değerlendirme yapılması gerektiği de önemlidir. TTK'nın 380 inci maddesinden düzenlenen finansal yardım yasağı, beyan ve tekeffüllerin kimin tarafından verilebileceğini doğrudan etkileyen bir düzenlemedir. TTK'nın 380 inci maddesine göre, “*Paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlemler batıldır. Bu butlan hükmü, kredi ve finans kurumlarının işletme konuları içine giren işlemlere ve şirketin veya onun bağlı şirketlerinin çalışanlarına, şirketin paylarını iktisap edebilmeleri için, avans, ödünç ve teminat verilmesine ilişkin hukuki işlemlere uygulanmaz. Ancak, bu istisnai işlemler, şirketin, kanuna ve esas sözleşmesine göre ayırmak zorunda bulunduğu yedek akçeleri azaltıyor veya 519 uncu maddede düzenlenen yedek akçelerin harcanmalarına ilişkin kuralları ihlal ediyor ve şirketin 520 nci maddede öngörülen yedek akçeyi ayırmasına imkân bırakmıyorsa, geçersizdir.*”.

⁸² İsmail G. Esin, 2021, **Birleşme ve Devralmalar**, s. 229 vd.

⁸³ Erişim için: <https://nvca.org/model-legal-documents/> .

⁸⁴ Erişim için bkz. <https://www.bvca.co.uk/Policy/Industry-guidance-standardised-documents/Model-documents-for-early-stage-investments> .

⁸⁵ Erişim için bkz. <https://startupestonia.ee/resources/model-documents/> .

TTK'nın 380 inci maddesi kapsamında doğan tartışma, girişim şirketinin yeni ihraç edeceği paylara ilişkin yine girişim şirketinin bizzat kendisinin belirli beyan ve tekefüller vermesinden kaynaklanmaktadır. Nitekim, yatırım alan ve sermaye artırımı gerçekleştirecek olan şirketin işbu paylara ilişkin belirli taahhütlerde bulunuyor olması TTK'nın 380 inci maddesi uyarınca *“Paylarının iktisap edilmesi amacıyla, şirketin başka bir kişiyle yaptığı, konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan hukuki işlem”* olarak değerlendirilmeye müsaittir. Kaldı ki, sermaye iştirak sözleşmelerinde; verilen beyan ve tekefüllere uyum sağlanmaması durumunda başvurulabilecek çeşitli hukuki imkanlara da yer verilmektedir. İşbu imkanların da şirket tarafından verilen teminat olarak değerlendirilebilecek olması TTK'nın 380 inci maddesinin bu konu özelinde daha detaylıca incelenmesine duyulan ihtiyacı arttırmaktadır. TTK'nın 380 inci maddesinin gerekçesinde maddenin 77/91 sayılı 13.12.1976 tarihli İkinci Şirketler Hukuku Yönergesi'ne dayandığı belirtilmektedir. Bu noktada finansal destek yasağının, modern anlamda ilk kez pozitif hukukta düzenlendiği İngiliz hukukunu incelemekte fayda bulunmaktadır. TTK'nın 380 inci maddesinde olduğu gibi İngiliz Şirketler Kanunu'nun (2006) ilgili düzenlemesinde de *“teminat verilmesi”* finansal destek yasağı olarak değerlendirilmektedir.⁸⁶

Öncelikle, şirket tarafından yeni ihraç edilen paylara ilişkin beyan ve tekefülde bulunulmasının, TTK'nın 380 inci maddesi kapsamında kalıp kalmadığının araştırılması gerekmektedir. İlgili maddede avans, ödünç ve teminat bazlı bir sınırlama görülmekte iken maddenin gerekçesinde ⁸⁷ söz konusu sınırlandırmanın geniş

⁸⁶ Companies Act'in (2006) 677 nci maddesi şu şekildedir: *“(1)In this Chapter “financial assistance” means (a)financial assistance given by way of gift, (b)financial assistance given (i)by way of guarantee, security or indemnity (other than an indemnity in respect of the indemnifier's own neglect or default), or (ii)by way of release or waiver, (c)financial assistance given (i)by way of a loan or any other agreement under which any of the obligations of the person giving the assistance are to be fulfilled at a time when in accordance with the agreement any obligation of another party to the agreement remains unfulfilled, or (ii)by way of the novation of, or the assignment (in Scotland, assignation) of rights arising under, a loan or such other agreement, or (d)any other financial assistance given by a company where (i)the net assets of the company are reduced to a material extent by the giving of the assistance, or (ii)the company has no net assets. (2)“Net assets” here means the aggregate amount of the company's assets less the aggregate amount of its liabilities. (3)For this purpose a company's liabilities include (a)where the company draws up Companies Act individual accounts, any provision of a kind specified for the purposes of this subsection by regulations under section 396, and (b)where the company draws up IAS individual accounts, any provision made in those accounts.”.*

⁸⁷ Maddenin gerekçesi şu şekildedir: *“(…) Hükümün kaynağı AET'nin 77/91 sayılı ve 13/12/1976 tarihli şirketlere ilişkin İkinci Yönergesidir. “Konusu avans, ödünç veya teminat verilmesi olan” ibaresinin geniş olarak yorumlanması ratio legis gereğidir. İbare söz konusu*

yorumlanması gerektiği belirtilmektedir.⁸⁸ Öğretideki hakim görüş de bu yöndedir.⁸⁹ Bu bahisle, yeni pay ihracı kapsamında şirket tarafından verilen beyan ve tekeffüllerin TTK'nın 380 inci maddesi kapsamında teminat olarak değerlendirilmesi mümkündür.⁹⁰

Her ne kadar verilen beyan ve tekeffüllerin teminat olarak addedilebileceği yorumunda bulunulabilse de söz konusu duruma amaçsal yorum ile yaklaşılmasında da fayda bulunmaktadır. Nitekim, maddenin gerekçesinde⁹¹ de öğretide de finansal destek yasağının düzenlenme amacının şirketin kendi paylarının iktisabı yasağının etrafından dolanılmaması olduğu belirtilmektedir.⁹² Bu noktada, bir girişim şirketinin yatırım alma sürecine ilişkin akdedilen sözleşmelerde düzenlenen beyan ve tekeffüllerin, kendi paylarını iktisap yasağının dolanılması ile doğrudan veya dolaylı bir ilişkisi olmadığı açıktır. Ancak, yalnızca kendi paylarını edinim yasağına aykırı bir işlem tesis edilmemesi, söz konusu işlemin finansal destek yasağına aykırı olmadığı sonucunu da çıkarmamaktadır. Nitekim yukarıda da belirtildiği üzere, gerekcede ifade edilen dayanak düzenlemenin de irdelenmesi gerekmektedir.

İngiliz Şirketler Kanunu'nun (2006) ilgili düzenlemesine göre, "teminat verilmesi" finansal destek yasağına dahil edilmiştir. Ancak, TTK'nın 380 inci maddesinden farklı olarak, ilgili düzenlemede, teminat veren kişinin kendi kusur ya da ihmalinden kaynaklanan zararlara ilişkin teminatlarının finansal destek olarak kabul edilmediği

işlemlerin bütün türlerini kapsar. Hükümdeki "başka kişi" ibaresi de geniş anlamli olup pay sahiplerini, yönetimde çalışanları kurul üyelerini ve üçüncü kişileri ifade eder. (...)".

⁸⁸ Öte yandan, İngiliz hukukuna tabi VGM Holdings Ltd kararında sermayeye katılımda finansal destek yasağının söz konusu olmayacağı belirtilmektedir. Kararın gerekçesi ise 1929 tarihli İngiliz Şirketler Kanunu'nda sermaye artırımında ihraç edilen payların edinilmesinin iktisap (*purchase*) kapsamında değerlendirilmeyecek olmasıdır. 1942 yılında verilen VGM Holdings Ltd kararı çerçevesinde dönen tartışmalar, 1948 yılında sermaye artırımını ihraç edilen payların da finansal destek yasağına tabi olacağına yönelik düzenlemenin İngiliz Şirketler Kanunu'nda (1948) yer alması ile son bulmuştur. John Lowry, 2011, **The Prohibition Against Financial Assistance: Constructing A Rational Response, Corporate Finance Law in the UK and EU**, s. 8 vd.

⁸⁹ Poroy, Tekinalp, Çamoğlu, **a.g.e.**, s. 593. Veliye Yanlı, 2012, **Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı**, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 28. Sayı, s. 39.

⁹⁰ Ceren Hazal Tunçay, 2017, **Finansal Destek Yasağının Birleşme ve Devralmalar Bakımından Değerlendirilmesi**, s. 50 vd.

⁹¹ Madde gerekçesinin ilgili kısmı şu şekildedir: "*Birinci fıkra bir anonim şirketin, kendi paylarını başkasının, yani üçüncü bir kişinin satın alabilmesi için onu finanse etmesine, onu ödünç veya teminat vererek veya diğer araçlarla desteklemesine, ona yardımcı olmasına yönelik hukukî işlemleri bâtil sayarak, 379 uncu maddenin etkisiz kalmasını ve dolanılmasını engellemeyi amaçlamaktadır.*"

⁹² Tunçay, **a.g.e.**, s. 21 vd.

net bir şekilde ifade edilmiştir.⁹³ Buradan hareketle, şirketin kendi kusur ve ihmeline dayalı beyan ve tekeffüllerden kaynaklanan sorumlulukları, finansal destek olarak değerlendirilmeyebilecek ve girişim şirketinin beyan ve tekeffüllerinin kesin hükümsüz olmadığı sonucuna varılabilecektir.

Çalışmanın önceki kısımlarında sermaye iştirak sözleşmesine şirketin taraf olduğu fakat girişimcilerin taraf olmadığı belirli durumlarda; şirketin, TBK kapsamında girişimcilerin fiilini taahhüt ettiği anlamı doğabileceği belirtilmiştir.⁹⁴ Finansal destek yasağına hakim geniş yorum kuralı uyarınca, işbu borç üstlenmesinin de şirket tarafından verilen bir teminat olduğu değerlendirilmesinde bulunulması mümkündür. Pay sahiplerinin kendi borçlarını ifa etmemesi durumunda, kusurdan veya ihmalden bağımsız olarak şirkete başvurulabilecek olması nedeniyle söz konusu durumda İngiliz hukukundaki istisnadan (kendi kusur ya da ihmalden kaynaklanan zararlara) yararlanılamayacağı değerlendirilmektedir. Nitekim, girişimcinin sermaye iştirak sözleşmesini ihlal etmesinde şirketin herhangi bir kusur veya ihmali bulunmaması ihtimali kuvvetlidir.

1.4.3. Pay Devir Sözleşmesi

Şirketin mevcut paylarının bir pay sahibinden yeni bir kişiye devredilmesine ilişkin sözleşmeler olarak tanımlayabileceğimiz pay devir sözleşmesi, girişim sermayesi yatırımlarında zaman zaman kullanılabilen bir hukuki enstrüman olsa da özellikle erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda tercih edilmemektedir. Pay devir sözleşmeleri ile girişim sermayesi yatırımı yapılması ağırlıklı olarak erken aşama olarak değerlendirilmeyecek bir şirkete (*scale-up*) yapılan yatırımlarda kullanılmaktadır.⁹⁵

Erken aşama girişim şirketlerinde, finansmana doğrudan şirket ihtiyacı duyduğundan yatırım tutarının şirketin kullanımında olması istenmektedir. Bu nedenle, şirkette yeni pay ihraç edilir ve yeni ihraç edilen bu payları edinmek isteyen yatırımcı, pay bedelini (bir başka ifade ile yatırım tutarını) adeta payları satan konumunda olan şirkete ödemektedir. Bu sayede, yatırım tutarının mutlak kullanımı şirkete ait olmaktadır.⁹⁶

⁹³ Eilis Ferran, 2008, **Principles of Corporate Finance Law**, s. 282.

⁹⁴ Detaylı bilgi için bkz. “1.4.2.3. Sermaye İştirak Sözleşmesi’nin Şirkete Etkisi”.

⁹⁵ Akdağ, **a.g.e.**, s. 194.

⁹⁶ Esin, **a.g.e.**, s. 169 vd.

Pay devir/satım sözleşmelerinin ağırlıklı olarak erken aşama seviyesini geçmiş *scale-up* olarak nitelendirilen şirketlerde kullanılmasının arkasında yatan neden ise yatırımcının, söz konusu girişim sermayesine yatırımına yaklaşımı ile alakalıdır. Erken aşama girişim şirketine yatırım yapan yatırımcı, şirkete enjekte ettiği yatırım ile şirketin büyümesi sonucunda yatırımdan beklediği getiriye elde edebilecek konumunda iken *scale-up* şirketlere yatırım yapan yatırımcı için öncelik, şirkette pay sahibi olabilmektedir. Nitekim, *scale-up* şirketi belirli bir ölçeğe ulaşmış ve finansal açıdan yeterli güce belirli bir oranda sahiptir. Bu nedenle, *scale-up* şirketinin dış finansmana ihtiyacı da bir erken aşama girişim şirketine nazaran daha azdır. Dış finansman ihtiyacının daha az olması yatırımın doğrudan şirkete enjekte edilmesi gerekliliğini de doğal olarak azaltmakta ve yatırımcının pay devri ile pay sahibi olma arzusunu artırabilmektedir.

Her ne kadar erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda, pay devir/satım sözleşmesinin kullanılmadığından bahisle bu başlık altında detaylı bir inceleme yapılmayacak olsa da belirli şartların varlığı halinde erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda da pay devir/satım sözleşmesinin kullanıldığı görülmektedir. Bunun temel nedeni girişimciler ile yatırımcının şirketin değerlemesi üzerinde anlaşamamasıdır. Girişimci ile yatırımcının şirket değerlemesine ilişkin anlaşma sağlayamamış olması durumunda; yatırımcının yatırımdan vazgeçmesini istemeyen girişimci, sahip olduğu payları bedelsiz veya nominal bedel üzerinden yatırımcıya devretmektedir. Bu sayede yatırımcı, girişimci tarafından devredilen paylar ile birlikte kendi beklentisine uygun adette paya sahip olmaktadır.

2. Sermaye (Equity) Yatırımları

Çalışmanın önceki kısımlarında girişim sermayesi yatırımlarında sermaye (*equity*) ve borç (*debt*) finansmanı olmak üzere iki finansman metodu bulunduğu değinilmiştir. Daha sonraki kısımlarda ise sermaye finansmana ilişkin anlaşılan şartları içeren sermaye iştirak sözleşmesine değinilmiştir.

İşbu başlık altında ise sermaye yatırımlarında; yatırımcıların, yeni ihraç edilen paylara sahip olmasını teminen gerçekleştirilen sermaye artırımını hakkında bilgi verilecektir.

Sermaye yatırımlarında; yatırımcının, şirkete yaptığı yatırım karşılığında şirkette pay sahibi olması beklenmektedir. Bu noktada; ön inceleme süreci (*due diligence*) ile

başlayan daha sonrasında ise ön protokol ve nihai bağlayıcı anlaşmaların müzakeresi ve imzası ile devam eden süreç girişim şirketi nezdinde yapılan sermaye artırımını ile sona ermektedir.⁹⁷ Yatırımcı, sermaye artırımını ile ihraç edilen yeni paylara sahip olmakta ve yatırım sürecinin kapanışı⁹⁸ sağlanmaktadır.

Globaldeki yaklaşım da Türk hukuku ile paraleldir. BVCA'nın model dokümanları arasında yer alan *Subscription Agreement*'ta, yatırım tutarının şirkete ödenmesi sonrasında şirketin yeni payları ihraç edeceği düzenlenmektedir. NVCA'nın model dokümanları arasında yer alan *Stock Purchase Agreement*'a göre ise şirket sözleşme kararlaştırılan adetteki paya ilişkin pay senedini, yatırım tutarının ödenmesi ile yatırımcıya teslim edilecektir. Startup Estonia'nın model dokümanlarından olan *Seed Equity Investment Agreement*'ta ise yatırım karşılığında yatırımcı adına yeni paylar ihraç edileceği (basılacağı) belirtilmektedir.

2.1.Girişim Sermayesi Yatırımlarında Sermaye Artırım Süreci

2.1.1. Genel Olarak Sermaye Artırımı

Şirket için bir teminat niteliği⁹⁹ de olan sermaye, şirket faaliyetlerinden kullanılmak üzere pay sahipleri tarafından taahhüt edilen malvarlığının toplamının nakdi olarak ifade edilmesidir.¹⁰⁰ Anonim şirketlerde iki farklı sermaye modeli olup bunlar (i) esas sermaye ve (ii) kayıtlı sermaye modelleridir. Kayıtlı sermaye modeli, ağırlıklı olarak halka açık şirketlerde uygulanan bir model olup istisnai olarak karşılaşılan bir modeldir. Bu noktada, anonim şirketlerde daha çok karşılaşılan modelin, esas sermaye modeli olduğunu ifade etmekte bir beis bulunmamaktadır. Her iki sistemi birbirinden ayıran temel farklılık; sermaye artırımında yetkili şirket organının farklı olmasıdır. Kayıtlı sermaye sisteminde yönetim kurulu, belirlenen kayıtlı sermaye tavanı içerisinde kalmak koşulu ile sermaye artırımını kararı alabilirken esas sermaye sisteminde, sermaye artırımını genel kurulun devredilemez yetkisidir.

⁹⁷ Akdağ, **a.g.e.**, s. 189 vd.

⁹⁸ BVCA, Startup Estonia gibi kuruluşların model dokümanlarında (*Seed Equity Investment Agreement* ve *Subscription Agreement*); yatırım karşılığında pay ihracına ilişkin süreç, Türkçesi kapanış olan "*Closing*" ifadesi ile tanımlanmaktadır.

⁹⁹ Sermaye, pay sahipleri tarafından ortaklıktaki pay sahiplik oranları doğrultusunda getirilen ve dağıtım söz konusu olmayan bir bağlı malvarlığıdır. Sermayenin kural olarak pay sahiplerine dağıtım söz konusu olmadığından, sermaye ile 3. kişiler ve alacaklılar lehine bir koruma sağlanmaktadır ki bu koruma da sermayenin teminat işlevini ifade etmektedir. Moroğlu, **a.g.e.**, s. 2.

¹⁰⁰ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 1.

Girişim şirketlerinde ağırlıklı olarak esas sermaye sistemi uygulandığından bu başlık altında esas sermaye sisteminde sermaye artırımını sürecinin nasıl ilerlediği değerlendirilecek olup kayıtlı sermaye sistemine ilişkin bir inceleme yapılmayacaktır.

TTK'nın 332 nci maddesinde, esas sermaye sistemindeki anonim şirketlerin asgari sermaye tutarı 50 bin TL olarak belirlenmiş olup bu asgari sermaye tutarı 25 Kasım 2023 tarihli Resmi Gazetede yayımlanan 7887 sayılı Cumhurbaşkanı Kararı ile anonim şirketler bakımından 250 bin TL'ye çıkarılmıştır.

TTK'nın 339 uncu maddesi uyarınca anonim şirket esas sözleşmesinde yer alması gereken sermaye tutarının artırılması da temelinde bir esas sözleşme değişikliği olarak değerlendirilebilecektir.¹⁰¹ Ancak sermaye artırımını bir esas sözleşme değişikliği olsa da sermaye artırımının yalnızca genel kurul tarafından (kayıtlı sermaye sistemi hariç olmak üzere) gerçekleştirilebileceği özel olarak TTK'nın 456 ncı maddesinin ikinci fıkrasından düzenlenmektedir. Bunun nedeni sermaye artırımına bağlanan işlevden kaynaklanmaktadır.¹⁰² Nitekim anonim şirkette sermaye bir ölçüdür. Sermayeye bağlı birçok ikincil konu bulunmaktadır. Şirket sermayesinin bir yansıması olarak paylar çıkarılmakta ve pay sahipleri bu paylar aracılığıyla şirket yönetimine katılmakta, mali haklarını kullanmaktadır. Bu bahisle sermayenin bu özel işlevi nedeniyle sermaye artırımının da özel bir esas sözleşme değişikliği olarak değerlendirilmesi ve bundan bahisle özel olarak düzenlenmesi de pek tabi bir durumdur.

Ayrıca bu başlık altında sermaye artırımının karşılanabileceği kaynaklara da değinmekte fayda bulunmaktadır: (i) Dış kaynaklardan artırım ve (ii) iç kaynaklardan artırım. Girişim sermayesi yatırımlarında, yatırım işleminin kapanışı olarak değerlendirilen sermaye artırımının dış kaynaklar vasıtasıyla gerçekleştiriliyor olmasından hareketle bu başlık altında dış kaynaklardan yapılan artırım daha detaylı incelenecektir.

2.1.1.1.Dış Kaynaklardan Artırım

Dış kaynaklardan yapılacak sermaye artırımlarında; şirket kuruluşu esnasında sermaye olarak konulmasına izin verilen tüm değerlerin kullanılabileceği TTK'nın 127 nci maddesinde düzenlenmektedir. Buna göre, “a) Para, alacak, kıymetli evrak ve

¹⁰¹ Rıza Ayhan, Hayrettin Çağlar, Mehmet Özdamar, 2022, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, s. 231.

¹⁰² Moroğlu, **a.g.e.**, s. 2 vd.

sermaye şirketlerine ait paylar, b) Fikrî mülkiyet hakları, c) Taşınurlar ve her çeşit taşınmaz, d) Taşınır ve taşınmazların faydalanma ve kullanma hakları, e) Kişisel emek, f) Ticari itibar, g) Ticari işletmeler, h) Haklı olarak kullanılan devredilebilir elektronik ortamlar, alanlar, adlar ve işaretler gibi değerler, i) Maden ruhsatnameleri ve bunun gibi ekonomik değeri olan diğer haklar, j) Devrolunabilen ve nakden değerlendirilebilen her türlü değer” dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarında kullanılabilir.¹⁰³ Ancak bu başlık altında, erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda nakdi artırım söz konusu olduğundan nakdi artırım merkezli bir inceleme yapılacaktır.

Dış kaynaklardan sermaye artırımını gerçekleştirilebilmesi için belirli şartların, artırım gerçekleştirecek şirket nezdinden karşılanıyor olması gerekmektedir. Bu şartlar kısaca şu şekilde özetlenebilir: (i) Mevcut sermayenin ödenmiş olması, (ii) şirket bilançosunda yer alan ve sermayeye eklenebilir serbest fonların sermayeye eklenmiş olması ve (iii) belirli şirketler bakımından gerekli idari otorite izinlerinin alınması.

Şirketin dış kaynaklardan bir sermaye artırımını gerçekleştirebilmesi için şirketin mevcut sermayesinin tamamının kural olarak ödenmiş olması gerekmektedir.¹⁰⁴ İç kaynaklardan yapılan artırımda söz konusu olmayan bu zorunluluğun altında yatan neden, sermaye ihtiyacı olan şirketin ödenmemiş sermaye taahhütlerinin ödenmesi sonrasında ihtiyaç duyduğu sermaye ihtiyacını karşılayabilecek olmasıdır. Öte yandan, sermaye ödeme borcunun kapsamının sermayenin itibari değerini aşan kısımlarını da kapsadığı değerlendirilmektedir.¹⁰⁵

Dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarındaki diğer bir önemli şart ise şirketin serbest iç kaynakları, sermayeye eklenmeden dış kaynaklardan artırım yapılamamasıdır. Söz konusu yasağın nedeni, öncelikli olarak dış kaynaklardan sermaye artırımını yapılarak sermaye artırımına katılım sağlamayan pay sahiplerinin

¹⁰³ Bu kuralın belirli istisnaları bulunmaktadır. Örneğin, halka arz amacıyla yapılan sermaye artırımlarında; artırım tutarlarının tamamı nakden ödenmelidir. Keza, bankalarda yapılan sermaye artırımlarında da artırım tutarının nakden karşılanması gerekmektedir. Moroğlu, **a.g.e.**, s. 45.

¹⁰⁴ TTK'nın 456 ncı maddesinin birinci fıkrasına göre, önemli olmayan miktarlardaki sermaye ödeme borçlarının ifa edilmemiş olması dış kaynaklardan sermaye artırımını yapılmasına engel olmamaktadır. Buradaki, önemli olmayan miktar sınırı Yargıtay kararına da konu olmuştur. Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 30.03.2015 tarihli, 2014/18871 E. ve 2025/4396 K. sayılı kararı uyarınca, bu oranın yaklaşık olarak Şirket sermayesinin %10'u kadar olduğu hükme bağlanmıştır.

¹⁰⁵ Halil Arslanlı, 1960, **Anonim Şirketler I. Umumi Hükümleri**, s. 104.

şirketteki pay sahiplik oranlarının seyreltilmesi sonrasında iç kaynakların sermayeye ilave edilmesi sonucunda dış kaynaklardan yapılan artırımda pay sahiplik oranı azalan ve dış kaynaklardan yapılan artırıma katılmayan pay sahiplerinin, ilk etapta iç kaynaklardan artırım yapılsa da idi daha fazla pay alacak olmasıdır. Basit bir örnek ile açıklamak gerekirse, sermayeyi temsil eden payların %10'una sahip bir pay sahibi, ilk olarak iç kaynaklardan artırım yapılsa idi sermayeye eklenebilir 100.000 TL'nin %10'u olan 10.000 TL'lik sermayeye karşılık gelen yeni paylara sahip olacaktı. Ancak, ilk olarak dış kaynaklardan sermaye artırımını yapılması ve bu artırıma bahsi geçen pay sahibinin katılmaması sonrasında; ilgili pay sahibinin, pay sahiplik oranı örnek olarak %8'e düşecektir. Bu düşüşten sonra iç kaynaklar, sermayeye eklenir ise pay sahibi sermayeye eklenebilir 100.000 TL'nin %8'i olan 8.000 TL'lik sermayeye karşılık gelen yeni paylara sahip olacak ve dürüstlük kuralına aykırı olacak şekilde menfaat kaybına maruz kalacaktır. TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrasına göre, *“Bilançoda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların bulunması hâlinde, bu fonlar sermayeye dönüştürülmeden, sermaye taahhüt edilmesi yoluyla sermaye artırılamaz. Hem bu fonların sermayeye dönüştürülmesi hem de aynı zamanda ve aynı oranda sermayenin taahhüt edilmesi yoluyla sermaye artırılabilir. Artırım genel kurul veya yönetim kurulu kararının ve esas sözleşmenin ilgili maddelerinin değişik şeklinin tescili ile kesinleşir. Tescil ile o anda mevcut pay sahipleri mevcut paylarının sermayeye oranına göre bedelsiz payları kendiliğinden iktisap ederler. Bedelsiz paylar üzerindeki hak kaldırılamaz ve sınırlandırılmaz; bu haktan vazgeçilemez.”*. Netice olarak, TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrasında düzenlenen bu durum, dış kaynaklardan yapılan artırımın dürüstlük kuralına aykırı olmamasını temin etmekte ve sermaye artırımını ile haksız menfaat kayıplarına yol açılmasını engellemektedir.¹⁰⁶ Ancak, bu kuralın uygulanmadığı ve girişim şirketleri tarafından da sıklıkla kullanılan bir metot bulunmaktadır. Gümrük ve Ticaret Bakanlığı'nın 548 sayılı genelgesine göre, bilançosunda sermayeye eklenmesine izin verilen fonlar bulunan halka açık olmayan veya halka açılmak üzere Sermaye Piyasası Kurulu'na başvuran anonim şirketlerde, sermaye artırımına ilişkin gerçekleştirilen genel kurul toplantısında şirketin tüm pay sahiplerinin temsil edilmesi ve sermaye artırımına ilişkin kararın oybirliği ile alınması durumlarında öncelikli olarak iç kaynakların sermayeye ilavesi gerekmemektedir. Söz konusu genelgenin amacının ise açık olduğu

¹⁰⁶ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 56.

değerlendirilmektedir. Nitekim, TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrası ile korunan kavram, artırıma katılamayan pay sahibinin haklarının dürüstlük kuralına aykırı şekilde ihlal edilmemesidir. Ancak, artırıma katılamayacak olsa da ilgili pay sahibi genel kurul toplantısında temsil edilmiş ve sermaye artırımına onay vermiş ise artık bu dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımının ilgili pay sahibinin menfaatlerini ihlal edeceğini düşünmek oldukça güç olacaktır. Artırıma katılmayan pay sahibi, sermaye artırımına olumlu oy vererek TTK'da kendisine sağlanan korumadan feragat etmiş olmaktadır.

Her ne kadar tüm pay sahiplerinin katılım sağladığı ve sermaye artırımını kararının oy birliği ile alındığı hallerde TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrası uygulanmaksızın sermaye artımı yapılabilse de girişim şirketlerinde tüm pay sahiplerinin katılım sağladığı bir genel kurul organize etmek zaman zaman güç olabilmektedir. Nitekim, girişim şirketlerine daha önce yatırım yaparak pay sahibi sıfatını kazanmış birçok melek yatırımcıyı ve kurumsal yatırımcıyı aynı gün ve aynı saatte genel kurul toplantısında hazır bulunmasını sağlamak operasyonel olarak mümkün olmayabilmektedir. Bu nedenle, girişim şirketlerinin sermaye artırımlı genel kurul toplantılarının sıklıkla çağrılı şekilde organize edildiği görülmektedir. Genel kurulun çağrılı şekilde toplanması da genelge ile getirilen kolaylıktan çoğunlukla yararlanılamaması anlamına gelmektedir. Nitekim, tüm pay sahipleri gelemeyeceği için çağrılı şekilde yapılan genel kurula; genel kurul toplantı tarihinde de tüm pay sahipleri katılım sağlayamayabilir. Bu durumda, TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrası gereğince öncelikli olarak serbest iç kaynakların sermayeye eklenmesi gerekecektir.¹⁰⁷

2.1.1.2.İç Kaynaklardan Artırım

İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımında da dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımında olduğu gibi yeni paylar ihraç edilmekte ise de her iki sermaye artırım kaynağını birbirinden ayıran özellik dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımının bedelli, iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımının bedelsiz olmasıdır. İç kaynaklardan yapılan artırımın, bedelsiz olarak ifade edilmesinin nedeni ise halihazırda şirket bilançosunda bulunan kaynaklar sermayeye eklendiğinden yeni ihraç edilen paylar için herhangi bir bedel ödeme gerekliliği bulunmamasıdır.

¹⁰⁷ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 56 vd.

İç kaynaklardan yapılan sermaye artırımını ile dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımını arasındaki bir diğer farklılık ise dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımına şirkette pay sahibi olmayan kişiler katılabilirken iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarına yalnızca şirketin mevcut pay sahiplerinin şirketteki pay sahiplik oranları çerçevesinde katılabilmesidir.

Dış kaynaklardan yapılan sermaye artırımlarında hangi kaynakların dış kaynak olarak sermaye artırımına konu edilebileceğine değinilmiştir. Bu noktada, iç kaynak olarak değerlendirilip mevzuat uyarınca sermayeye eklenmesine izin verilen kaynaklara da değinmekte fayda olduğu düşünülmektedir. Açık yedek akçeler (TTK'nın 519 uncu maddesi ile 523 üncü maddesi arası), açık yedek akçeye dönüştürülen gizli yedek akçeler (yeniden değerlendirme artış fonu, maliyet artış fonu, aktifteki taşınmazların veya iştirak paylarının satış karlarından veya üretim ve turizm tesisleri ile bunlara ait taşınmazların sermaye ortaklıklarına aynı sermaye olarak konulmasından doğan karlar), geçmiş hesap dönemlerinin dağıtılmamış karları, henüz dağıtımına karar verilmeyen son hesap dönemi karı; TTK'nın 462 nci maddesi kapsamında iç kaynaklardan sermayeye eklenebilen kaynaklardır.¹⁰⁸

Bu noktada, şirket bilançosunda bulunan tüm kaynaklar sermayeye eklenebilir mi sorusu akıllara gelmektedir. TTK'nın 462 nci maddesinin birinci fıkrasında yer alan “mevzuatın bilançoya konulmasına ve sermayeye eklenmesine izin verdiği fonlar” ibaresi bu sorunun yanıtının bulunması noktasında önem arz etmektedir. Maddenin lafzından da anlaşılacağı üzere bir kaynağı şirket bilançosunda yer alması ilgili fonun başlı başına sermayeye eklenebilmesi için yeterli değildir. Bilançoda yer alan fon eğer ki mevzuatın sermayeye eklenmesine açıkça izin verdiği fonlardan ise ilgili kaynak sermayeye eklenebilir.

Her ne kadar çalışmanın konusu, erken aşama girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımları olsa da borç finansmanı metodunda sıklıkla karşılaşılan bir sorunun bu kısımda irdelenmesinde de fayda olduğu değerlendirilmektedir. Çalışmanın önceki kısımlarında yer verildiği üzere, girişim şirketlerine finansman sağlamanın bir diğer yolu da borç finansmanıdır.¹⁰⁹ Borç finansmanı kapsamında şirkete sağlanan borç, belirli şartlar ve koşullar dahilinde sermayeye de eklenebilmekte ve bu sayede yatırımcı, girişim şirketinde pay sahibi olmaktadır. Esasında borç

¹⁰⁸ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 212 vd.

¹⁰⁹ Detaylı bilgi için bkz. “1.4.1. Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmeleri”

finansmanına ilişkin sözleşmenin imza aşamasında da yatırımcı şirkette pay sahibi yapılmaktadır. Ancak bu pay sahipliği sembolik bir pay sahipliğidir.¹¹⁰ Bu sembolik pay sahipliği sonrasında, yatırımcının şirkete sağlamış olduğu borç; ortağın şirkete sağlamış olduğu borç niteliğini kazanıp şirket muhasebe kayıtlarında “331 – Ortaklara Borçlar” hesabında takip edilmektedir. Finansman sözleşmesinde yer alan şartların gerçekleşmesi ile “331 – Ortaklara Borçlar” hesabında yer alan tutarlar sermayeye eklenmektedir. Bu noktada, söz konusu tutarların iç kaynak mı dış kaynak mı olduğu konusunda tereddüt doğmaktadır. Ancak, söz konusu fon, TTK’nın 462 nci maddesi kapsamında kalan bir kaynak olmadığından iç kaynak olarak değerlendirilemeyecektir. Nitekim, söz konusu tutar şirket kayıtlarında şirket faaliyetleri sonucunda oluşan bir kalem değildir. İlgili tutar, bir bedel karşılığında “331 – Ortaklara Borçlar” hesabında izlenmektedir. Bu nedenle de “331 – Ortaklara Borçlar” hesabında izlenen yatırım tutarları, dış kaynak olarak değerlendirilecektir.

Bu noktada, “331 – Ortaklara Borçlar” hesabında yer alan tutarın, aynı sermaye niteliğinde olup olmadığı sorusu akıllara gelmektedir. Eğer belirtilen tutarın aynı sermaye niteliğini haiz olduğu sonucuna varılırsa artırımda kullanılacak olan tutarın mahkeme tarafından tespit edilmesi gerekecektir. Konuya Gümrük ve Ticaret Bakanlığı’nın 27 Eylül 2013 tarihli ve 5665 sayılı genelgesi ile açıklık getirilmiştir. Buna göre, ortağın şirketten olan alacağını sermaye artırımına konu etmesi durumunda söz konusu tutar aynı sermaye olarak değerlendirilse de bahsi geçen alacağın yeminli mali müşavir veya serbest muhasebeci mali müşavir raporu veya denetime tabi şirketlerde denetçinin bu tespitlere ilişkin raporu ile tespit edilmesi de mümkündür. Genelge ile sağlanan imkan, özellikle borç finansmanı yatırımları bakımından önem arz etmektedir. Borç finansmanı sağlayan yatırımcı, yatırım ile birlikte şirkette (bir pay devralarak) sembolik pay sahibi olduğundan yatırım tutarı “331 – Ortaklara Borçlar” hesabında izlenebilmekte ve “331 – Ortaklara Borçlar” hesabında izlenen yatırım tutarı, mali müşavir raporu ile tespit edilerek kolayca sermayeye eklenebilmektedir.

¹¹⁰ Ekosistemde, girişimcilerin sahip olduğu bir adet payı yatırımcıya devrettiği sıklıkla görülmektedir.

2.1.2. Genel Kurul ile İmtiyazlı Pay Sahipleri Özel Kurulu Arasındaki İlişki ve Yeni Pay Alma (Rüçhan) Hakkı

Bu başlık altında, esas sermaye sisteminde bulunan ortaklıkların sermaye artırım sürecine ilişkin genel bir bilgi verilmeyecek olup yalnızca sermaye artırım sürecinde girişim sermayesi yatırımları özelinde karşılaşılabilecek özel durumlar incelenecektir.

Esas sermaye sisteminde, sermaye artırım kararı verilmesi genel kurulun devredilemez yetkilerinden biridir. Devredilemez genel kurul yetkilerine yer verilen TTK'nın 408 inci maddesinde, sermaye artırımının açık bir şekilde devredilemez bir yetki olduğuna yer verilmemiş olsa da sermaye artırım kararı ile şirket esas sözleşmesinin sermaye başlıklı maddesi tadil edilmektedir. Bu noktada, sermaye artırım kararının da en nihayetinde bir esas sözleşme tadili olmasından sermaye artırım kararının bahisle genel kurulun devredilemez yetkilerinden olduğu sonucuna varılabilecektir.¹¹¹

Sermaye artırım kararı, şirket sermayesinin çoğunluğunun temsil edildiği bir genel kurul toplantısında yine toplantıya katılanların çoğunluğu ile alınabilecektir.

Özellikle daha önce yatırım almış girişim şirketlerinin, aldıkları yeni yatırım kapsamında gerçekleştireceği sermaye artırımlarında karşılaşılabilecek özel bir duruma bu başlık altında değinmekte fayda olduğu değerlendirilmektedir. Girişim sermayesi ekosisteminde, sermaye yatırımı almış şirketlerde imtiyazlı payların ihraç edildiği sıklıkla görülmektedir. Zaman zaman yeni sermaye yatırımının kapanışı olarak şirkette yapılacak sermaye artırımını mevcut yatırımcılara, imtiyazlı paylar aracılığıyla tanınmış bir takım hakları zedeleyebilir.¹¹² Böyle bir durumda genel

¹¹¹ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 68 vd.

¹¹² Ekosistemde en çok karşılaşılan durumlardan biri, yapılan sermaye artırım sonrasında imtiyazlı pay ihraç edilmesi ve bu imtiyazlı paylar ile şirketin mevcut imtiyazlı pay sahiplerinin şirket yönetimi üzerindeki negatif kontrolünün ortadan kalkmasıdır. Örneğin; şirketin mevcut pay sahiplerinin sahip olduğu imtiyazlı payların belirli bir kısmının onayı olmaksızın belirli genel kurul kararlarının alınamayacağına ilişkin hükümler, girişim şirketlerinin esas sözleşmelerinde sıklıkla görülmektedir. Genel kurul kararları bakımından uygulanacak olan karar nisaplarını ağırlaştıran bu düzenlemeler sayesinde yatırımcı, genel kurul nezdinde negatif kontrole sahip olmaktadır. Bu noktada, şirkette yeni bir sermaye artırım yapılması ve bu sermaye artırımında da imtiyazlı pay ihraç edilmesi durumunda şirketin ilk yatırımcısı (pay sahibi), şirket üzerindeki negatif kontrolü tek başına sağlayamayabilir, hakları zedelenabilir. Örneğin şirketin esas sözleşmesinde, bir genel kurul kararının geçerliliği için imtiyazlı payların çoğunluğunun o karara katılması gerektiğini öngören bir düzenleme olduğunu varsayalım. Sermaye artırım öncesinde imtiyazlı payların çoğunluğuna sahip olan yatırımcı; sermaye artırım ile yeni ihraç edilen imtiyazlı paylar

kurulda alınmış sermaye artırımı kararının TTK'nın 454 üncü maddesi uyarınca imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu tarafından da onaylanması gerekecektir. TTK'nın 454 üncü maddesinin ikinci fıkrasında imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun karar alabilmesi için “*Özel kurul imtiyazlı payları temsil eden sermayenin yüzde altmışının çoğunluğuyla toplanır ve toplantıda temsil edilen payların çoğunluğuyla karar alır.*”. Bu noktada, sermaye artırımına karar veren genel kurul toplantısında imtiyazlı paylara sahip pay sahipleri, en az %60 çoğunluk ile hazır bulunmuş ve sermaye artırımı kararına çoğunlukla olumlu oy vermiş ise ayrıca bir imtiyazlı pay sahipleri özel kurulunun toplanması da gerekmemeyecektir.¹¹³

Girişim şirketine yapılan sermaye yatırımının kapanışı mahiyetinde olan sermaye artırımında dikkat edilmesi gereken bir diğer konu ise rüçhan hakkıdır. TTK'nın 461 inci maddesinin birinci fıkrasına göre, “*Her pay sahibi, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre, alma hakkını haizdir.*”. Rüçhan hakkı, şirketin mevcut pay sahiplerinin şirkette yapılan sermaye artırımına şirketteki pay sahiplik oranı çerçevesinde öncelikli olarak katılma hakkı olarak da tanımlanabilir. Rüçhan hakkı ile amaçlanan, şirketin mevcut pay sahiplerinin sermaye artırımını nedeniyle ortaklığa bağlı haklarında azalma yaşanmamasıdır.¹¹⁴ Nitekim, pay sahibi rüçhan hakkını kullandığı ölçüde pay sahiplik oranını korumakta ve ortaklığa bağlı haklarında bir aşınma yaşamamaktadır.¹¹⁵ Öte yandan imtiyazlı paylara bağlı rüçhan hakkının kullanılması durumunda; ihraç edilen payların niteliğinin ne olacağına da değinilmesinde fayda görülmektedir. Burada öğreti, mevcut haklar ve çıkarlar dengesinin gözetilerek imtiyazlı paylar için imtiyazlı paylar, imtiyazlı paylar için imtiyazsız paylar veya imtiyazlı paylar için hem imtiyazlı paylar hem de imtiyazsız paylar çıkarılabileceğine vurgu yapmaktadır.¹¹⁶

Bir diğer önemli konu ise yatırımcının, yeni ihraç edilecek paylara sahip olmasını teminen gerçekleştirilecek olan genel kurul toplantısında; rüçhan hakkının

nedeniyle imtiyazlı paylardaki çoğunluğunu kaybedebilir. Bu durumda sermaye artırımını kararı neticesinde imtiyazlı pay sahibinin haklarının ihlal edildiği sonucuna varılabilecektir.

¹¹³ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 84.

¹¹⁴ 250 bin TL esas sermayeli bir anonim şirkette 25 bin TL tutarında nominal sermayeyi temsil eden paya sahip olan ortağın, şirket sermayesinin 250 bin TL'den 500 bin TL'ye çıkarılması sonrasında ilk etapta sahip olduğu azınlık haklarını koruyabilmesi için artırılan tutarın 25 bin TL'lik bir kısmını karşılaması gerekmektedir. Bu noktada, şirketteki azınlık haklarını korumak isteyen pay sahibine, kanuni bir hak olan rüçhan hakkı tanınmıştır.

¹¹⁵ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 143.

¹¹⁶ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 160.

konumudur. Nitekim, rüçhan haklarının kullanılması durumunda yatırımcı yeni ihraç edilen paylara sahip olamayabilecek ve bu de yatırımın kapanışı gerçekleştirilemeyecektir. Bu bahisle mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının sınırlandırılması veya kaldırılması gerekmektedir. Diğer bir opsiyon ise rüçhan haklarından mevcut pay sahiplerinin feragat etmesidir.

TTK'nın 461 inci maddesinin ikinci fıkrasına göre, “*haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile*” pay sahibinin rüçhan hakkı sınırlandırılabilenekte veya tamamen kaldırılabilenekte. Bu noktada, hangi sebeplerin haklı sebep olarak değerlendirilebileceği sorusu akıllara gelmektedir. Maddenin gerekçesinde; “finansal menfaatler, ödeme dar boğazından kurtulma, teknoloji alınması” haklı sebep olarak sayılmaktadır. Yine maddenin gerekçesinde; yapılan haklı sebep sayımında sınırlı sayı prensibi olmadığı belirtilmiş olup her bir sebebin genel kurul tarafından somut olay çerçevesinde değerlendirilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Bu noktada, şirketin yatırım alması hususunun haklı sebep olarak değerlendirilip değerlendirilmeyeceği hususu akıllara gelmektedir. Erken aşama girişim şirketlerinin, yeterli mali güce sahip olmayan görece zayıf finansal temeller üzerine kurulu ancak ciddi bir büyüme ölçeği vadeden şirketler olduğuna çalışmanın önceki kısımlarında değinilmişti. Bu bahisle girişim şirketine yapılan yatırımın gerek yeni teknoloji alımı gerek finansal menfaatler gerekse ödeme dar boğazından kurtulma bakımından haklı sebep teşkil ettiği savunulabilecektir.¹¹⁷ Sermaye yatırımının kapanış prosedürü olarak sermaye artırımını gerçekleştirerek yatırımcı adına pay ihraç etmek isteyen girişim şirketinin, genel kurul düzeyinde alacağı bir karar ile mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarını kısıtlayabileceği değerlendirilmektedir. Aksi takdirde finansmana ihtiyacı olan girişim şirketi finansmana erişim sağlayamayacak ve ticari hayatında ciddi engeller ile karşılaşabilecektir.

Her ne kadar TTK'nın 461 inci maddesinde rüçhan hakkının sınırlandırılması veya kaldırılması için haklı bir sebebin varlığı ve şirket sermayesinin %60'ını temsil eden pay sahiplerinin onayının gerektiği ifade edilmiş olsa da pratikte imtiyazlı paylara bağlı olarak imtiyazlı rüçhan hakları ile diğer pay sahiplerinin rüçhan haklarının dolaylı olarak belirli bir oranda sınırlandırılabilenekte de öğretide kabul edilmektedir.¹¹⁸ Moroğlu'na göre, “Ancak, 461. maddenin Gerekçe'sinde “rüçhan hakkı esas sözleşme

¹¹⁷ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 184 vd.

¹¹⁸ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 150 vd.

ile sınırlandırılmaz ve kaldırılamaz” denilirken TTK’nun 478. Maddesinin yeni pay alma konusunda anasözleşme ile imtiyaz hakkı tanınmasına cevaz veren hükmü ile intifa senedi sahiplerine yeni çıkarılacak paylardan alma hakkı tanıyan 503. maddesi hükmü gözden kaçırılmıştır.”

Girişim sermayesi yatırımlarında sermaye artırımına ilişkin hak ve yükümlülüklerin düzenlendiği sermaye iştirak sözleşmesinde; sözleşmeye taraf olan pay sahiplerinin, yatırımcının yeni ihraç edilecek payları edinmesini teminen gerçekleştirilecek olan sermaye artırım gündemini de içerir genel kurul toplantısında rüçhan haklarından feragat edeceklerine ilişkin taahhütler de yer almaktadır.¹¹⁹ Bu noktada, rüçhan haklarından feragat edildiğine ilişkin taahhütlerin geçerliliğinin de irdelenmesi gerektiği değerlendirilmektedir. Pay sahipleri için bir yükümlülüğün ziyade bir hak olarak karşımıza çıkan rüçhan hakkını pay sahiplerinin kullanıp kullanmama noktasında serbestileri bulunmaktadır. Bu noktada, pay sahiplerinin birbirleri ile veya ortaklık ile yapacağı sözleşme ile borçlar hukuku bağlamında rüçhan haklarını kullanmayacaklarına yönelik bir taahhütte bulunmasının önünde bir engel bulunmamaktadır.¹²⁰ Burada dikkat edilmesi gereken husus, rüçhan hakkının ne zaman somut bir hak niteliği kazandığıdır. Nitekim, rüçhan hakkının sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararının alınması ile somut bir hak haline geldiği değerlendirilmektedir.¹²¹ Somut bir hak niteliğini kazanan rüçhan hakkının devredilebileceği de TTK’nın 461 inci maddesinin dördüncü fıkrasında belirtilmektedir. Devri mümkün olan bir haktan feragat edilmesi de pek tabi mümkündür. Burada önemli olan rüçhan hakkının ne zaman somut bir hak olduğudur. Nitekim, sermaye iştirak sözleşmesinin imza edildiği esnada henüz bir sermaye artırımına ilişkin genel kurul kararı bulunmadığından sermaye iştirak sözleşmesinin akdedilmesi anında somut bir rüçhan hakkı bulunmadığı ve bu nedenle de feragat işleminin yapılamayacağı eleştirisi getirilebilecektir. Öte yandan öğretilde, pay

¹¹⁹ 250 bin TL esas sermayeli bir girişim şirketinde birbiri ile aynı pay adetlerine sahip (dolayısıyla da pay sahiplik oranları aynı olan) beş pay sahibi olduğunu varsayalım. Yatırımcının, sermaye yatırımı karşılığında da yeni ihraç edilecek olan 50 bin TL’lik nominal sermayeyi temsil eden payları edinmesinin planlandığı bir senaryoda tüm pay sahiplerinin rüçhan haklarını kullanmaması durumunda yatırımcı kararlaştırılan adette yeni ihraç edilen paya sahip olacaktır. Ancak, şirketin mevcut pay sahiplerinden biri dahi rüçhan hakkını kullanır ise yatırımcının kararlaştırılan adette paya sahip olması için rüçhan hakkını kullanmayan pay sahiplerinin pay sahiplik oranlarının daha da seyrelmesi gerekecektir.

¹²⁰ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 89.

¹²¹ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 180.

sahipleri ile henüz pay sahibi olmayan kişiler arasında rüçhan hakkının kullanılmayacağına ilişkin sözleşme yapılabileceği de kabul edilmektedir. Ayrıca, rüçhan hakkı kullanımı sonrasında yeni pay dağıtımında yetkili olan genel kurulu oluşturan kişilerin bir sözleşme ile rüçhan hakkının sınırlandırılacağına veya kaldırılacağına ilişkin bir taahhütte bulunması da mümkündür.¹²² Nitekim, burada bir feragatten ziyade TTK ile genel kurula verilen bir yetkinin kullanılacağına yönelik bir oy sözleşmesinin akdedildiğinden bahsetmek mümkün olacaktır.

2.2.Yatırım Sonrası Ortaklık Yapısı

Sermaye finansmanı olarak yapılandırılmış girişim sermayesi yatırımlarında, yatırımcı bakımından iki önemli husus bulunmaktadır: (i) Yatırımcının girişim şirketindeki ortaklığı ve (ii) gerek ortaklığa bağlı gerekse sözleşmesel ilişki kapsamında sahip olacağı haklar. Yatırımcının girişim şirketindeki ortaklığının, şirket payları aracılığıyla temin edileceği noktasında şüphe bulunmamaktadır. Bu noktada, yatırımcının sahip olacağı şirket paylarını başka bir ifade ile yatırımcının ortaklık yüzdesinin nasıl hesaplanacağı konusunun irdelenmesinin de faydalı olacağı değerlendirilmektedir. Girişim ekosisteminde sıklıkla işitilen *pre-money valuation* (yatırım öncesi değerlendirme), *post-money valuation* (yatırım sonrası değerlendirme), *cap table* (ortaklık cetveli) gibi kavramların açıklandığı bu başlıkta girişim sermayesi yatırımlarındaki ortaklık yapısına ilişkin temel hesaplama yöntemlerine de yer verilecektir. Esasında finans ve hukukun iç içe geçtiği bu hesaplamaların hukuki düzlemde etki doğurduğu ciddi bir alan da bulunduğu dikkate alındığında yatırım sonrası ortaklık yapısının ayrı bir başlıkta ele alınmasının daha isabetli olacağı değerlendirilmiştir.

2.2.1. Esas Sermaye ve Şirket Değerlemesi Arasındaki İlişki

Yatırım öncesi veya yatırım sonrası değerlemelere göre ortaklık cetvelinin hesaplanmasından evvel, şirket değerlendirme kavramı ile esas sermaye kavramı arasındaki farklılıklara değinmekte fayda olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, bu iki kavram arasındaki farklılık ve ilişkin tam olarak anlaşılmadan söz konusu hesaplamaların tam olarak anlaşılamaması riski bulunmaktadır.

Anonim şirket, TTK'nın 329 uncu maddesinde “*sermayesi belirli ve paylara bölünmüş olan*” şirket olarak tanımlanmaktadır. Bu noktada, anonim şirkette sermaye

¹²² Moroğlu, **a.g.e.**, s. 187.

paylara bölünmüş olup bu payların nominal veya başka bir ifade ile itibari değerleri şirket esas sözleşmesinde gösterilmektedir.¹²³ Bu noktada, anonim şirketlerde pay sahipliğine bağlı haklar, kural olarak pay sahibinin sahip olduğu pay adetine bağlı olarak kullanılmaktadır. Başka bir ifade ile paylar, şirketin tamamı üzerindeki sahipliği gösterir temsili araçlardır.

Şirket değeri ise şirketin sahip olduğu tüm hakların, duran varlıkların, akdettiği sözleşmelerin, ekonomik konumunun, markalarının, müşterilerinin, finansal bilgilerinin ve benzeri verilerin geçmiş, bugün ve gelecek eksenli olarak analiz edilmesi sonrasında ortaya çıkan değerdir.¹²⁴ Şirket değerinin belirlenmesinde birden fazla metod tercih edilebilecektir. Değerlemeye tabi tutulan şirketin konumuna göre farklı metotlar tercih edilmektedir. Örneğin, güçlü finansal temellere oturmuş bir şirkete ilişkin olarak halka arz sürecinde aracı kurum tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu için yapılan değerlendirme ile henüz satışı bulunmayan fakat yüksek potansiyel vadeden bir erken aşama girişim şirketine yapılacak değerlemede aynı metodun takip edilmesini beklemek olanaksızdır. Nitekim, bahsi geçen örnekte girişim şirketinin değeri belirlenirken potansiyeline ve bu potansiyelin değerine bakılırken halka arz olacak şirketin değerlemesinde Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri tercih edilecektir.

Netice olarak en geniş anlamda şirket değerini, şirketin oluşturduğu ekonomik bütünlüğün tamamının değeri olarak ifade edebiliriz.

Esas sermaye, şirketteki ortaklık haklarının kullanılmasına yarayan temsili bir değerken; şirket değeri, piyasanın şirkete biçtiği değer olarak da ifade edilebilir. Bir örnek üzerinden ilerlemek gerekirse, 250 bin TL esas sermaye ile kurulmuş ve eşit adette paya sahip iki ortağı bulunan bir şirketin gerçek değeri belirlenirken şirketin sahip olduğu patentler, taşınmazlar, taşınırlar, alacak hakları, lisans hakları gibi değer oluşturan birçok unsur dikkate alınacaktır. Tüm bu değerlerin hesaplanması sonrasında 250 bin TL tutarında esas sermayesi bulunan bir şirketin gerçek değerinin 25 milyon TL olduğu tespit edilebilir. Bu noktada, toplamda 125 bin TL nominal değerli paya sahip olan her bir ortak elinde bulundurduğu paylar ile esasında 12.5 milyon TL'lik

¹²³ Hakan Çebi, 2020, **Şirketler Hukuku**, s. 115.

¹²⁴ Şengül Zengin, 2023, **Marka Değeri İle Şirket Değeri Karşılaştırması: Hirose Yöntemi**, s. 30 vd.

gerçek değere sahip bir mal varlığına sahiptir. Başka bir ifade ile 1 TL nominal değere sahip her bir pay, 100 TL değerinde bir varlığı temsil etmektedir.¹²⁵

Şirket esas sermayesi ile şirketin gerçek değeri arasındaki bu fark nedeniyle girişim şirketlerinde yapılacak olan sermaye artırımlarında primli pay ihraç edilmektedir. Bu sayede bir adet payın temsil ettiği gerçek değer; paya, pay priminin de eklenmesi ile karşılanmaktadır.

2.2.2.Pre-money Valuation (Yatırım Öncesi Değerleme) ve Post-money Valuation (Yatırım Sonrası Değerleme) Kapsamında Yeni İhraç Edilecek Pay Hesabı

Girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımlarında iki farklı değerlemenin esas alındığı görülmektedir: (i) *Pre-money valuation* (yatırım öncesi değerlendirme) ve (ii) *post-money valuation* (yatırım sonrası değerlendirme).¹²⁶ Bu iki değerlemeyi birbirinden ayıran husus; şirkete gelen yatırımın, değerlemeye eklenip eklenmediğidir. Yatırım öncesi değerlemede, yatırım tutarı değerlemeye eklenirken yatırım sonrası değerlemede yatırım tutarı değerlemeye eklenmemektedir.¹²⁷

Her iki değerlemeyi de bir örnekle açıklamanın daha anlaşılır olacağı düşünülmektedir.

Yatırım öncesi değerlemesi 1 milyon Amerikan Doları olan ve esas sermayesi 100 paya bölünmüş bir girişim şirketine, yatırımcı 250 bin Amerikan Doları yatırım yapmaya karar vermiştir. Bu noktada, yatırım öncesi değerlendirme olan 1 milyon Amerikan Doları'na yatırımcının yatırım tutarı olan 250 bin Amerikan Doları eklenecektir. Bunun sonucunda yatırıma esas girişim şirketi değerlemesi 1.25 milyon Amerikan Doları olacaktır. Yatırım öncesi değerlendirme olan 1 milyon Amerikan Doları'nın şirketin mevcut pay adedine bölünmesi sonrasında şirketin beher payının gerçek değeri olan 10 bin Amerikan Doları ortaya çıkacaktır. Başka bir ifade ile yatırımcının bir payı edinmek için ödemesi gereken tutar 10 bin Amerikan Doları'dır. Yatırımcının toplamda elde edeceği pay adedini hesaplamak için ise yatırım tutarının

¹²⁵ Capital 500'ün 2022 yıl sonu verilerine göre açıkladığı en değerli Türk şirketleri listesinin ilk sırasında yer alan Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin piyasa değeri 9.91 milyar Amerikan Doları iken şirketin esas sermayesi yalnızca 1.9 milyar TL'dir.

¹²⁶ **Pre-Money vs. Post-Money: What's the Difference?**, <https://www.investopedia.com/ask/answers/difference-between-premoney-and-postmoney/> .

¹²⁷ Linda A. Cyr, 2002, **A Note on Pre-Money and Post-Money Valuation (A)**, <https://languageofbusiness.biz/wp-content/uploads/2015/09/Note-on-Pre-Money-and-Post-Money-Valuation-A.pdf> .

gerçek beher pay değeri olan 10 bin Amerikan Doları'na bölünmesi gerekmektedir. Bu işlemin sonucunda yatırımcı adına 25 pay ihraç edilmesi gerektiği ortaya çıkmaktadır. Netice olarak girişim şirketindeki güncel ortaklık yapısında girişimcilerin (başka bir ifade ile mevcut pay sahiplerinin) 100 payı, yatırımcının ise 25 payı bulunmaktadır. Bu işlemin sağlamanın ise şu şekilde yapılabilecektir: Yatırımcı, girişim şirketine 1 milyon Amerikan Doları yatırım öncesi değer biçmişti. Yatırımcının yatırım tutarının değerlemeye eklenmesi sonrasında yatırıma esas değerlendirme 1.25 milyon Amerikan Doları olmuştur. Bu noktada, yatırımcının yatırım tutarının, yatırıma esas değere bölünmesi sonrasında ortaya çıkan sonuç ile sermaye artırımını sonrasında elde edeceği pay sahiplik oranının aynı olması gerekmektedir. Yatırım tutarı olan 250 bin Amerikan Doları yatırıma esas değerlendirme olan 1.25 milyon Amerikan Doları'na oranlandığında elde edilen oran %20'dir. Yatırımcının sermaye artırımını sonrasında sahip olduğu pay adedi olan 25 payın şirketin toplam pay adedi olan 125'e bölünmesi sonucunda da %20 oranına erişilmektedir. Gerek şirket değeri üzerinden hesaplanan oranın gerekse pay adedi üzerinden hesaplanan oranın aynı olması hesaplamaların doğru yapıldığını göstermektedir.

Yukarıdaki örnekte yer alan rakamlarla yatırım sonrası değerlemenin esas alındığı bir hesaplama ise şu şekilde olacaktır: Yatırımcı ile girişim şirketinin yatırım sonrası değerlendirme olarak 1 milyon Amerikan Doları'nda karar kılmış olması durumunda yatırım sonrası değerlemenin doğası gereği yatırım tutarının da yatırıma esas değerlemenin içerisinde olduğu kabul edilir. Bu noktada, yatırıma esas değerlendirme olan 1 milyon Amerikan Doları'nın yatırım tutarına bölünmesi sonrasında ortaya çıkan oran, yatırımcının sermaye artırımını sonrasındaki şirketteki pay sahiplik oranını göstermektedir. Yatırıma esas değerlendirme olan 1 milyon Amerikan Doları'nın yatırım tutarı olan 250 bin Amerikan Doları'na oranlanması sonrasında elde edilen %25'lik oran; yatırımcının, şirketteki pay sahiplik oranı olacaktır.

Yatırım Öncesi Değerleme (pre-money)			Yatırım Sonrası Değerleme (post-money)		
	Değer	Yüzde		Değer	Yüzde
Girişimci	1 milyon Amerikan Doları	80	Girişimci	750 bin Amerikan Doları	75
Yatırımcı	250 bin Amerikan Doları	20	Yatırımcı	250 bin Amerikan Doları	25

Toplam	1.25 milyon Amerikan Doları	100	Toplam	1 milyon Amerikan Doları	100
--------	-----------------------------------	-----	--------	--------------------------------	-----

Yukarıda yer alan hesaplamalarda da görüleceği üzere yatırım sonrası değerlemeyi yatırım öncesi değerlemeden ayıran temel özelliklerden biri de yatırım sonrası değerlemede; yatırımcının şirkette sahip olmak istediği pay sahiplik oranı doğrultusunda bir hesaplama yapılmasıdır.¹²⁸

Yatırım öncesi değerlemenin yatırım sonrası değerlemeye nazaran daha tercih edilen bir modeldir. Bu noktada, yatırım sonrası değerlemenin niçin daha az tercih edildiğine de değinilmesinde fayda olduğu düşünülmektedir. Çalışmanın ilerleyen kısımlarında açıklanan seyrilmeme koruması; şirketin bir önceki yatırım turundaki değerlemesinden daha düşük bir değerlendirme ile yatırım alması durumunda tetiklenen bir sözleşmesel hak olarak tanımlanabilecektir. Yatırım öncesi değerlemeye; yatırımcının, yatırım tutarı dahil edilmediğinden yatırım sonrası değerlemeye göre daha düşük bir değerlemeden bahsedilebilecektir. Bu nedenle de seyrilmeme hakkının tetiklenmemesi için gerekli olan daha yüksek değerlemeden yeni yatırım turuna çıkılması şartının sağlanması da daha kolay olacaktır.

Son olarak yatırımcı bakımından hangi değerlemenin daha avantajlı olduğunun değerlendirilmesinde fayda olduğu düşünülmektedir. Yatırım öncesi değerlendirme modelinde; yatırım turuna katılan diğer yatırımcıların yatırım tutarlarının, şirketin daha önce imzalamış olduğu borç finansmanı sözleşmelerinde yer alan yatırım tutarlarının da yatırım öncesi değerlemenin üstüne eklenmesi sonucunda yatırıma esas değerlendirme büyüyecektir. Değerlemenin büyümesi girişimci lehine yatırımcı aleyhine bir durum oluşturmaktadır. Bu nedenle, finansmana katılan diğer yatırımcıların yatırım tutarlarını, borç finansmanı sözleşmelerinde yer alan yatırım tutarlarını içeren yatırım sonrası değerlemenin yatırımcı bakımından daha avantajlı olduğu söylenebilecektir.¹²⁹

Son olarak bu başlık altında yatırımcı ile girişim şirketinin değerlendirme konusunda anlaşamaması durumuna getirilen bir çözüme de değinmekte fayda olduğu düşünülmektedir. Bu gibi durumlarda iki ihtimal bulunmaktadır. Bunlardan ilki ve kolay olanı yatırımcı ile başlanılmış olan yatırım görüşmelerini sona erdirmektedir. Ancak,

¹²⁸ What is a Post-Money Valuation?, <https://learn.angellist.com/articles/post-money-valuation/>.

¹²⁹ Understanding Pre-Money vs. Post-Money Valuation, <https://www.varnumlaw.com/insights/understanding-pre-money-vs-post-money-valuation/>.

alternatif bir metotla da sıklıkla karşılaşılmaktadır. Erken aşama girişim şirketleri, dış finansmana duydukları ihtiyaç nedeniyle yatırım müzakerelerini sona erdirmeye noktasında çok da hevesli olmazlar. Bu noktada bir ikilem doğmaktadır. Girişim şirketi ya bekledikleri değerden daha düşük bir değer ile pay ihracı gerçekleştirecek veya yatırımcının, yatırım sonunda sahip olmayı beklediği pay adedini yeni pay ihraç etmeksizin temin edecektir. İşte tam da bu noktada ikinci opsiyonu seçen girişimciler, yatırımcının, yatırım sonrasında elde etmeyi hedeflediği pay adedine erişilmesini sağlayacak adette payı kendi paylarından yatırımcıya devretmektedir. Bu sayede şirket hem düşük değerlemeden yatırım almamış hem de finansman ihtiyacını gidermiş olmaktadır.

2.2.3. Primli Pay İhracına Duyulan İhtiyaç

2.2.1. başlıkta açıklandığı üzere esas sermaye ile şirket değeri arasında farklılık ve sermaye artırımının bu iki kavramın birbirine oranlanması neticesinde gerçekleştiriliyor olması girişim sermayesi ekosisteminde yatırımcı için ihraç edilecek payların primli olarak ihraç edilmesini gerektirmektedir. Başka bir ifade ile yatırımcının bir adet pay için ödediği yatırım tutarının; şirket beher pay değerinden fazla olması nedeniyle pay başına düşen satın alma bedelinden (gerçek değer) bir adet pay için ödenmesi gereken nominal tutar çıkarıldığında ortaya çıkan değer, payın primi olmaktadır. Tüm yatırım tutarının doğrudan sermaye ödemesi olarak şirkete enjekte edilmesi durumunda kurucuların pay sahiplik oranları oldukça düşecek ve gerçeğe uygun olmayan bir ortaklık yapısı ile karşılaşılacaktır. Anılan sebeplerden dolayı bu başlık altında, TTK anlamında pay priminin genel niteliği değerlendirilecek olup primli pay ihracının nasıl gerçekleştirilmesi gerektiği detaylandırılacaktır.

TTK'nın 476 ncı maddesinde beher payın itibari değerinin en az bir kuruş olabileceği düzenlenmektedir. Bu noktada, anonim ortaklıklarda payın itibari değeri ile gerçek değeri arasındaki fark prim olarak tanımlanmaktadır.¹³⁰ TTK'da prim olarak ifade edilen payın gerçek değeri ile payın nominal değeri arasındaki farkın; emisyon primi, agio, ihraç primi olarak da adlandırıldığı görülmektedir.¹³¹

¹³⁰ Şükrü Yıldız, 2000, **Anonim Ortaklıkta İhraç Primleri (Agio)**, s. 547.

¹³¹ İsmail Cem Soykan, 2019, **Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı**, s. 432.

Türk Hukuku'nda, sermaye piyasası mevzuatı dışında primli pay ihracı zorunlu tutulmamaktadır.¹³² SPKn'in 12 nci maddesinin ikinci fıkrasına göre, “*Kurul, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin üzerinde olması hâlinde, ihraç olunacak payların primli fiyattan satılmasını ve yeni pay alma haklarının primli fiyattan kullanılmasını isteyebilir. Kurul, payların piyasa fiyatı veya defter değerinin nominal değerinin altında olması durumunda, payların nominal değerinin altında bir fiyatla ihraç edilmesine izin verebilir. Buna ilişkin usul ve esaslar Kurulca belirlenir.*”. Bu noktada SPK denetimine tabi olmayan anonim ortaklıklarda yapılacak olan primli ihraçta, temelinde mevcut pay sahibi ile yeni pay sahipleri arasındaki ortaklık dengesinin korunmasının amaçlandığı ifade edilebilecektir.

2.2.1. başlıkta da açıklandığı üzere şirketler kuruluşundan itibaren gerçekleştirdiği faaliyetler ile şirket değerini artırmakta, özvarlığını güçlendirmektedir. Bunun neticesinde de şirketin sermayesi ile şirketin değeri arasında bir orantısızlık ortaya çıkmaktadır. Özellikle şirketin büyümesi ile birlikte finansmana duyulan ihtiyacın da artması sonucunda işbu finansman ihtiyacının karşılanmasını teminen gerçekleştirilecek sermaye artırımında yalnızca şirket esas sermayesi üzerinden bir yapı kurgulamak, mevcut pay sahiplerinin haklarını hakkaniyete uygun düşmeyecek ölçüde zedeleyecektir. Böyle bir durumda, şirketin zaman içerisinde büyüttüğü şirket (piyasa) değeri hiçe sayılmış olacaktır. İşte tam da bu noktada, söz konusu dengesizliğin önüne geçmek amacıyla hesaplanan şirket değeri/esas sermaye oranı, primli pay ihracını kaçınılmaz hale getirmektedir. Aksi takdirde şirket ihtiyaç duyduğu finansmanı temin ederken şirket esas sermayesi de sulandırılmış olacaktır.¹³³

Emisyon priminin tasarruf edilebilirliği de girişim sermayesi yatırımları bakımından önemli bir konudur Nitekim yatırımcı yatırım tutarının tamamının şirketin gelişip ölçeklenmesi için kullanılmasını beklemektedir. Bu noktada yatırım tutarının çok ciddi bir kısmının emisyon primi olarak şirket bilançosunda izleniyor olması, emisyon priminin ne ölçüde şirket tarafından kullanılabilirdiği sorusunu akıllara getirmektedir. TTK'nın 519 uncu maddesinin ikinci fıkrasına göre, pay primlerinden “*primin, çıkarılma giderleri, itfa karşılıkları ve hayır amaçlı ödemeler için kullanılmamış kısmı*”; genel kanuni yedek akçeye eklenmektedir. Başka bir ifade ile

¹³² Merve Kütükçüoğlu, 2021, **Anonim Şirketlerde Primli Paylar ve Primli Pay İhracı**, s. 5.

¹³³ Yıldız, **a.g.e.**, s. 555.

primin belirli bir kısmı şirket bilançosunda yedek akçe hesabında izlenmektedir. Bu noktada, kanuni yedek akçenin ne ölçüde tasarrufa konu edilebilir olduğu sorusu akıllara gelmektedir. Nitekim, bu sorunun yanıtına göre pay priminin tasarruf edilebilirliği sorusu da yanıtlanmış olacaktır.

Genel kanuni akçelerin birikim usulünü düzenleyen TTK'nın 519 uncu maddesinde, kanunun yazım dilinin emredici nitelikte olduğu görülmektedir. İlgili maddenin birinci fıkrasında yıllık karın ne seviyeye kadar kanuni yedek akçe olarak ayrılması gerektiği açıkça belirtiliyor olsa da primlerin kanuni yedek akçeye ayrılmasını konu alan maddenin ikinci fıkrasında, birinci fıkradaki gibi bir orana yer verilmemektedir.¹³⁴ Bu nedenle de pay priminin “*çıkartılma giderleri, itfa karşılıkları ve hayır amaçlı ödemeler için kullanılmamış bulunan kısmı*”nın tamamının genel kanuni yedek akçe olarak ayrılması gerektiği sonucuna varılmaktadır. Başka bir ifade ile pay priminin ciddi bir kısmı üzerinde, serbestçe tasarruf edilemeyeceği ve bu tutarların sınırlı bir amaca özgülendiği değerlendirilmektedir.¹³⁵

Primlerin, kanuni yedek akçe olarak değerlendirilmesi neticesinde primin kullanılması noktasında da yedek akçe rejiminin dikkate alınması gerekecektir.¹³⁶ Bu noktada, genel kanuni yedek akçelerin kullanım rejiminin irdelenmesi sonucunda elde edilen sonuca göre primlerin tasarruf edilebilirliği konusu da yanıt bulacaktır. Genel kanuni akçelerin kullanılabileceği alanlar TTK'nın 519 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında hükme bağlanmaktadır. TTK'nın 519 uncu maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca, “*Genel kanuni yedek akçe sermayenin veya çıkartılmış sermayenin yarısını aşmadığı takdirde, sadece zararların kapatılmasına, işlerin iyi gitmediği zamanlarda işletmeyi devam ettirmeye veya işsizliğin önüne geçmeye ve sonuçlarını hafifletmeye elverişli önlemler alınması için kullanılabilir.*”. Maddenin yazımından kaynaklı olarak akıllara maddede belirtilen kalemler haricinde yedek akçelerin kullanılıp kullanılmayacağı sorusu gelmektedir. Bu noktada konunun ikili bir ayrıma gidilerek değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır: (i) Genel kanuni yedek akçenin, sermayenin yarısını aştığı durumlar ile (ii) genel kanuni yedek akçenin, sermayenin yarısını aşmadığı durumlar.

¹³⁴ Kütükçüoğlu, **a.g.e.**, s. 35.

¹³⁵ Yasin Barış Özelci, 2020, **Anonim Şirketlerde Primli Paylar**, s. 132.

¹³⁶ Özelci, **a.g.e.**, s. 138.

Genel kanuni akçelerin, sermayenin yarısını aşan kısımları serbest yedek akçe niteliğini haizdir. Adında da anlaşılacağı üzere sermayenin yarısını aşan yedek akçeler herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaksızın serbestçe kullanılabilir. Ancak böyle bir kullanım için TTK'nın 408 inci maddesi uyarınca bir genel kurul kararı alınması gerektiği açıktır.¹³⁷

Genel kanuni yedek akçelerin kullanımında asıl incelenmesi gereken özellikli durum; genel kanuni yedek akçenin, sermayenin yarısını aşmadığı durumlardır. Her ne kadar TTK'nın 519 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında belirli bir seviyeye ulaşmamış kanuni yedek akçelerin yalnızca sınırlı alanlarda kullanılabilirliği düzenlenmekte olsa da öğretide genel kanuni yedek akçelerin maddede belirtilen alanlar dışında da kullanılabilirliği görüşü hakimdir. Nitekim kanuni yedek akçelerin belirli bir nakdi karşılığının, belirli bir yerde depo edilmesine yönelik bir kural bulunmamaktadır.¹³⁸ Bu durum da genel kanuni yedek akçelerin tutulmasını, muhasebesel bir kayıt (hesap işlemi) olmaktan öteye taşımamaktadır. Nasıl ki şirket bilançosunun pasifinde yer alan sermaye harcanabiliyorsa muhasebesel anlamda aynı niteliği haiz olan genel kanuni yedek akçelerin harcanmasının önünde de bir engel bulunmamaktadır. Bu bahisle, kanuni yedek akçelerin serbestçe kullanılabilirliği ifade edilebilecektir.¹³⁹ Varılan sonuç neticesinde TTK'nın 519 uncu maddesinde niçin böyle bir kısıt konulduğu sorusu akıllara gelmektedir. Öğretide bu kısıtın gerekçesi olarak, TTK'nın 519 uncu maddesinde belirtilen sınıra erişilmeden kar payı dağıtılmasının özel olarak engellenme isteği olduğuna vurgu yapılmaktadır.¹⁴⁰

Netice olarak genel kanuni yedek rejimini tabi olan pay primlerinin serbestçe tasarruf edilebileceği sonucuna varılmaktadır. Bu sayede yatırımcının, yatırım

¹³⁷ Özelci, **a.g.e.**, s. 149.

¹³⁸ eTTK döneminde, genel kanuni yedek akçelerin belirli alanlarda değerlendiriliyor olmasına yönelik düzenlemeler bulunmaktadır. Örneğin 7129 sayılı Bankalar Kanunu'nun 36 ncı maddesine göre "*Bankalar senelik kârlarından Türk Ticaret Kanununun bu husustaki hükmü mucibince ayırmak mecburiyetinde bulundukları kanuni ihtiyat akçeleri ile yukardaki madde mucibince tesis edecekleri muhtemel zarar karşılıklarının tamamını senelik bilânçolarının heyeti umumiyelerince kabul ve tasdikını müteakip bir ay içinde, mubayaa kıymetleri üzerinden, Devlet iç istikraz tahvillerine veya Amortisman ve Kredi Sandığı tahvillerine yatırır.*" Detaylı bilgi için bkz.: Halil Arslanlı, 1961, **Anonim Şirketler (Anonim Şirketin Hesapları, Anonim Şirketin İnfisalı ve Tasfiyesi C. IV-V)**, s. 105 vd.

¹³⁹ Erdem Ateşgaoğlu, 2012, **Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı**, s. 66-67. Alihan Aydın, 2014, **Kanunî Yedek Akçelerin Tamamının İç Kaynaklardan Esas Sermaye Artırımında Kullanılması Mümkün Müdür?**, s. 84.

¹⁴⁰ Ateşgaoğlu, **a.g.e.**, s. 67. Detaylı bilgi için bkz.: Özelci, **a.g.e.**, s. 141.

tutarının tamamının şirket faaliyetlerinin geliştirilmesi için kullanılması beklentisi de karşılanmış olacaktır.

Her ne kadar genel kanuni yedek akçe rejiminden hareketle pay primlerinin serbetce tasarruf edileceği sonucuna varılsa da aksi bir yorumda dahi yatırım tutarının çok ciddi bir kısmı girişim şirketinin faaliyetlerinin geliştirilmesi için kullanılabilecektir. Nitekim, TTK'nın 519 uncu maddesinden hareketle sermayenin yarısını aşan tutarlar serbest konumdaki kanuni yedek akçelerdir. Erken aşama girişim şirketlerinin esas sermaye tutarlarının oldukça düşük olduğu dikkate alındığında, pay priminin oldukça düşük miktarda bir kısmının kanuni yedek akçe olarak şirket nezdinde bulundurulması sonrasında yatırım tutarının çok ciddi bir kısmı serbestçe kullanılabılır kanuni yedek akçe konumunda olacaktır.

Son olarak emisyon priminin; dış kaynaklardan sermaye artırımı yapılmadan önce sermayeye eklenmesi gereken iç kaynaklardan olup olmadığı hususunun da değerlendirilmesinde fayda olduğu düşünülmektedir. Çalışmanın bu kısmında emisyon primine genel kanuni yedek akçe rejiminin uygulanacağı belirtilmiştir. Bu noktada, genel kanuni yedek akçelerin dış kaynaktan sermaye artırımı öncesinde sermayeye ilavesi gereken bir iç kaynak olup olmadığının tespitinin yapılması gerekmektedir. Bu tespitin sonucuna göre emisyon priminin sermayeye eklenmesinin zorunlu olup olmadığı sorusuna da yanıt verilmiş olacaktır. TTK'nın 462 nci maddesinin üçüncü fıkrasına göre, *“Bilançoda sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fonların bulunması hâlinde, bu fonlar sermayeye dönüştürülmeden, sermaye taahhüt edilmesi yoluyla sermaye artırılamaz.”* Kanuni yedek akçelerin serbestçe kullanılabilen kısımlarının ilgili madde kapsamında sermayeye eklenmesine mevzuatın izin verdiği fon olarak değerlendirildiği dikkate alındığında,¹⁴¹ kanuni yedek akçe olarak izlenen emisyon priminin de dış kaynaklardan yapılan artırım öncesinde sermayeye eklenmesi gerekmektedir. Buradaki diğer bir soru ise serbest nitelikte olmayan ve TTK'nın 519 uncu maddesinin üçüncü fıkrasında belirtilen kanuni yedek akçelerin sermayeye eklenip eklenemeyeceğidir. Kanuni yedek akçenin sermayenin yarısına kadarki kısmının iç kaynaklardan yapılan sermaye artırımında kullanılabilmesi TTK'nın 519 uncu maddesinin amacıyla uygun düşmektedir. Nitekim, kanuni yedek akçe ile maddede belirtilen sınıra erişilmeden kar payı

¹⁴¹ Moroğlu, **a.g.e.**, s. 56.

dağıtılmasının önüne geçilerek söz konusu akçelere adeta bir teminat vasfı yüklenmektedir. Bu noktada, kanuni yedek akçenin; kural olarak pay sahiplerine iadesi mümkün olmayan sermayeye eklenmesi de belirtilen amaçla uyumludur. Sermayeye eklenen kanuni akçe ortaklık ile güçlü bir bağ kurar.

Burada emisyon priminin iç kaynak olarak sermayeye ilavesine bir eleştiri getirmek gerekirse, emisyon primi şirkete nakden ödenmiş bir meblağdır. Tasarruf edilmesinin önünde bir engel bulunmayan emisyon priminin tamamen harcanmış olması durumunda; ilk etapta emisyon primi hesabında yer alan tutarların sermayeye eklenmesinin ne kadar isabetli olduğu sorusu akıllara gelmektedir. Nitekim, mevzuat uyarınca sermayeye ilavesi mümkün olan iç kaynakların tamamı şirket nezdinde gerçekten var olan değerlerdir. Örneğin, yeniden değerlendirme artış fonunun doğrudan likit ve nakdi bir karşılığı olmadığından bu hesabın harcanması ve şirket nezdinde var olmaması mümkün değildir. Ancak hali hazırda tüketilmiş olan emisyon priminin sermayeye eklenmesi durumunda aslında şirkette var olmayan bir değer, sermayeye eklenmiştir. Köpük bir sermaye ortaya çıkmıştır. Emisyon primi harcaması sonucunda şirketin malvarlığına bir ekleme olmuş ise bu eklenen malvarlığı unsurunun sermaye eklenmesi daha isabetli olacaktır. Kaldı ki emisyon priminin harcanması neticesinde her zaman şirket malvarlığına bir giriş olmayabilir. Örneğin, şirket tarafından emisyon primi kullanılarak maaş ödemesi yapılması durumunda şirket malvarlığına herhangi bir doğrudan ekleme olmamaktadır.

Yukarıda detaylarına yer verildiği üzere, emisyon priminin girişim sermayesi yatırımları bakımından öneminin TTK bağlamındaki durumunun anlaşılmasından sonra girişim sermayesi yatırımlarında yapılan emisyon primli sermaye artırımını somut bir örnekle açıklamakta fayda olduğu değerlendirilmektedir:

Yatırım öncesi değerlemesi 1 milyon Amerikan Doları olan ve esas sermayesi beher değeri 5 bin TL olan 100 paya bölünmüş bir girişim şirketine, yatırımcı 250 bin Amerikan Doları yatırım yapmaya karar vermiştir. Bu noktada, yatırım öncesi değerlendirme olan 1 milyon Amerikan Doları'na yatırımcının yatırım tutarı olan 250 bin Amerikan Doları eklenecektir. Bunun sonucunda yatırıma esas girişim şirketi değerlemesi 1.25 milyon Amerikan Doları olacaktır. Netice olarak, yatırımcı yatırım tutarı karşılığında şirketin %20'sine sahip olması gerekmektedir. Yatırımcının şirketin %20'sine sahip olması için sermaye artırımını esnasında yirmi beş adet yeni pay ihraç edilmesi gerekmektedir. İşbu yirmi beş pay için toplam ödenmesi gereken nominal

değer 125 bin TL'dir (25 adet pay X beher pay değeri olan 5 bin TL). Yatırım tutarı olan 250 bin Amerikan Doları'nın da 1 Amerikan Doları'nın 30 TL'ye eşit olduğu bir kurdan TL'ye çevrildiğini varsayalım. Bu noktada yatırım tutarının 7.5 milyon TL'ye eşit olduğunu söyleyebiliriz. TL'ye çevrilen yatırım tutarından yeni ihraç edilen 25 adet pay için ödenen toplam nominal bedel olan 125 bin TL çıkarıldığında elde edilen sonuç olan 7 milyon 375 bin TL'nin toplam emisyon primi tutarı olduğu ifade edilebilecektir. Özetle TL olarak 7.5 milyon TL olan yatırım tutarının 125 bin TL'si çıkarılan payların nominal değeri, 7 milyon 375 bin TL'si ise çıkarılan payların primi olarak şirkete ödenmiştir. Bu noktada, beher pay emisyon priminin 295 bin TL olduğunu ifade edilebilecektir. Başka bir ifade ile bir adet payın gerçek değerinin TL karşılığı 300 bin TL'dir (5 bin TL nominal değer + 295 bin TL emisyon primi).

Emisyon priminin öneminin anlaşılması adına, aynı senaryo üzerinden bir de emisyon primi olmaksızın sermaye artırımının yapıldığı örneğe yer vermenin isabetli olduğu değerlendirilmektedir.

Yatırım tutarının TL karşılığı olan 7.5 milyon TL'nin tamamının doğrudan sermayeye eklenmesi sonucunda şirketin güncel sermayesi 8 milyon TL olacaktır. Bu 8 milyon TL değerindeki sermayenin 7.5 milyon TL'lik kısmının yatırımcıya ait olduğu dikkate alındığı yatırımcının şirketteki güncel pay sahiplik oranı %93.75 olacaktır. Görüldüğü üzere şirketin kurucu pay sahibi olan girişimcinin pay oranı %6.25'e düşecek ve doğru bir hesaplama yapılmamış olacaktır.¹⁴²

3. Pay Sahipleri Sözleşmesine Duyulan İhtiyaç ve Genel Olarak Pay Sahipleri Sözleşmesi

Çalışmanın önceki kısımlarında yatırımcının, girişim şirketinde pay sahibi olması için gerçekleştirilen sermaye artırımına ve sermaye artırımına ilişkin hak ve yükümlülüklerin belirlendiği sermaye iştirak sözleşmesine yer verilmişti. Girişim sermayesi yatırımlarında; yatırımcının şirkette pay sahibi olmasından sonra ne tür haklara sahip olacağının belirlenmesi de yüksek önem arz etmektedir. Erken aşama girişim şirketine yatırım yapan yatırımcı, genel olarak şirketin gündelik işlerine

¹⁴² Girişimcinin; girişim şirketindeki kilit rolü dikkate alındığında girişimcinin şirkete olan aidiyet duygusunun kaybolmaması için pay oranının belirli bir oranın üzerinde olması beklenmektedir.

müdahil olmayan sessiz bir ortak¹⁴³ olsa da yatırımın korunması, yatırımdan çıkış yapılabilmesi ve şirketin stratejik kararlarının doğru bir şekilde alınması için belirli haklar talep etmektedir. İşte tam da bu noktada, bu hakların düzenlendiği bir pay sahipleri sözleşmesinin imzalanması gerekliliği doğmaktadır.

Pay sahipleri sözleşmesinin ekosistemde iki farklı tipte düzenlendiği görülmektedir. Bunlardan ilk sermaye iştirak sözleşmesinin içerisinde pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen konuların da yer almasıdır. İşbu *sui generis* sözleşme; yatırım ve pay sahipleri sözleşmesi, iştirak ve hissedarlar sözleşmesi gibi farklı isimler ile anılmaktadır. İkinci opsiyon ise sermaye iştirak sözleşmesinin ayrı pay sahipleri sözleşmesinin ayrı metinde düzenleniyor olması ve bu iki ayrı metnin imzalanıyor olmasıdır.

Gerek BVCA'nın gerek Startup Estonia'nın gerekse SVCA'nın model dokümanlarında her iki sözleşmenin de ayrı iki metin olarak hazırlanıp imzalandığı dikkate alındığında güncel ekosistem standardının her iki sözleşmenin ayrılmasından yana olduğunu ifade etmekte bir beis bulunmamaktadır. Burada sektörün amiral gemilerinden olan NVCA'nın model dokümanlarına ise ayrı bir parantez açılması gerektiği düşünülmektedir. NVCA'nın model dokümanlarında doğrudan sermaye iştirak sözleşmesi (*subscription agreement*) ve pay sahipleri sözleşmesi (*shareholders agreement*) ayrımı bulunmamaktadır. Federal devlet yapısında olan Amerika Birleşik Devletleri'nin mevzuatı dikkate alınarak hazırlanan BVCA model dokümanlarında; girişim sermayesi ekosisteminin oldukça gelişmiş olduğu Delaware eyaleti¹⁴⁴ kuralları baz alınmaktadır. Bu noktada, Delaware General Corporation Law'a (DGCL) göre

¹⁴³ Will Kenton, 2022, **Silent Partner: Definition, Agreements, Vs. General Partner**, <https://www.investopedia.com/terms/s/silentpartner.asp>

¹⁴⁴ Delaware eyaletinin girişim şirketleri bakımından tercih edilmesinin birkaç farklı nedeni bulunmaktadır: Bunlardan ilki Delaware yasalarının şirketlere sunduğu gizliliklidir. Amerika Birleşik Devletleri'nin birçok eyaletinde pay sahiplerinin şirketin defterlerini denetleme hakkı bulunmasına rağmen Delaware yasalarına göre şirket defterlerinin incelenebilmesi için bir uyuşmazlığın bulunuyor olması gerekmektedir. Öte yandan Delaware eyaletindeki ticaret sicil düzenlemeleri de gizliliği öncelemektedir. Delaware'de birçok eyaletin aksine şirket yönetici ve yetkilileri doğrudan kamuoyunun bilgisine sunulmamaktadır. Bir diğer avantaj ise Delaware hukukunun güncelliği yakalamadaki başarısıdır. Bu sayede konvansiyonel iş modellerini daha inovatif hale getirmek isteyen girişimciler mevzuatsal engeller ile daha az karşılaşmaktadır. Diğer bir büyük avantaj ise Delaware'de şirket kuruluşuna ilişkin bürokratik süreçlerin diğer eyaletlere göre az olmasıdır. Kellen Luey, Clifford A. DeGroot, 2020, **Why Do So Many Startups Form Their Corporations in Delaware?**, <https://www.dwt.com/blogs/startup-law-blog/2020/07/why-do-so-many-startups-form-corporations-delaware> .

hazırlanan model dokümanları yalnızca sermaye iştirak sözleşmesi ve pay sahipleri sözleşmesi olarak sınıflandırmak mümkün değildir.¹⁴⁵ BVCA'nın model dokümanları (i) *Certificate of Incorporation*, (ii) *Stock Purchase Agreement*, (iii) *Investors' Rights Agreement* (iv) *Voting Agreement*, (v) *Right of First Refusal and Co-Sale Agreement*, (vi) *Management Rights Letter*, (vii) *Indemnification Agreement*'tan oluşmaktadır.¹⁴⁶ Anılan sözleşmelerden *Certificate of Incorporation*, *Investors' Rights Agreement*, *Voting Agreement*, *Right of First Refusal and Co-Sale Agreement*, *Management Rights Letter*, *Indemnification Agreement*'ın birlikte, pay sahipleri sözleşmesinin kapsamını oluşturduğu ifade edilebilecektir. Örneğin gerek BVCA gerek Startup Estonia gerekse SVCA'nın model pay sahipleri sözleşmesinde yer alan ilk ret hakkı ile birlikte satma hakkı BVCA model dokümanlarında ayrı bir sözleşmeye konu edilmiştir (*Right of First Refusal and Co-Sale Agreement*). Sermaye iştirak sözleşmesi de pay sahipleri sözleşmesinde olduğu gibi birkaç ayrı BVCA model sözleşmesinden oluşmaktadır. Bu noktada, *Stock Purchase Agreement*, *Voting Agreement*, *Indemnification Agreement*'ın sermaye iştirak hükümleri içerdiği ifade edilebilir. Ancak önemle belirtilmelidir ki bu yedi model doküman arasında üç ana doküman; *Certificate of Incorporation*, *Stock Purchase Agreement*, *Investors' Rights Agreement*'dir.

3.1.Yatırımcı Haklarına Duyulan İhtiyacın Nedeni

Çalışmanın ilerleyen kısmında tek tek açıklanacak olan yatırımcı haklarının hangi beklentiler ile yatırımcılar tarafından talep edildiği açıklanacak olsa da yatırımcı haklarının temel işlevinin yatırımın korunması, yatırımdan çıkış yapılabilmesi ve şirketin stratejik kararlarının doğru bir şekilde alınmasının sağlanması olduğuna daha önce değinilmiştir. Bu noktada, işbu başlık altında yatırımcı haklarına duyulan ihtiyacın; sosyal ve iktisadi yönünden ziyade hukuki nedenleri aranacak ve irdelenecektir.

Çalışmanın önceki kısımlarında yatırımcı haklarının kurumsal yatırımcı merkezli değerlendirileceği, melek yatırımcının konumu ve girişim şirketine dahil olduğu aşama gereği talep ettiği haklar bakımından belirli bir desen oluşturulmasının oldukça güç olduğu belirtilmektedir. Kurumsal yatırımcıların hukuki anlamda niçin yatırımcı

¹⁴⁵ Erişim için bkz. <https://nvca.org/model-legal-documents/> .

¹⁴⁶ Bu sözleşmeler sırasıyla; (i) esas sözleşme, (ii) pay alım sözleşmesi, (iii) yatırımcı hakları sözleşmesi, (iv) oy sözleşmesi, (v) ilk ret ve birlikte satma hakkı sözleşmesi, (vi) yönetim hakları sözleşmesi ve (vii) tazminat sözleşmesi olarak Türkçe'ye çevrilebilecektir.

haklarına ihtiyaç duyduğu sorusunun ise iki başlık altında değerlendirilmesinde fayda olduğu düşünülmektedir: (i) Girişim sermayesi yatırım fonları ve (ii) CVC (kurumsal risk sermayesi) olarak hareket eden ve bir ana ortaklığa bağlı olan anonim ortaklıklar.

Gerek girişim sermayesi yatırım fonları gerekse CVC'ler doğrudan kendi paralarını yöneten organizasyonlardan ziyade 3. kişilerin paralarını yöneten organizasyonlar olarak ifade edilebilir. Girişim sermayesi yatırım fonları bakımından 3. kişi ile kastedilmek istenenden fonun yatırımcıları (*limited partner*) iken CVC'ler bakımından ise 3. kişi, CVC'ye kurumsal beklentiler kapsamında kaynak sağlayan ana ortaklıktır.

3.1.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonunun Kendi Yatırımcılarına (LP) Karşı Sorumluluğu

Girişim sermayesi yatırım fonunun, kendi yatırımcılarına olan sorumluluğunu tam olarak anlayabilmek için öncelikli olarak girişim sermayesi yatırım fonu yapısının anlaşılması gerektiği düşünülmektedir. Girişim sermayesi yatırım fonları, kural olarak tüzel kişiliği bulunmayan mal topluluklarıdır.¹⁴⁷ Kural olarak girişim sermayesi yatırım fonları SPK izni ile kurulan ve yine SPK denetimi altında olan portföy yönetim şirketleri tarafından yönetilse de belirli hukuki mekanizmalar ile işbu fonun yönetim yetkisi belirli ölçüde 3. kişilere de bırakılabilmektedir.¹⁴⁸ Bu noktada, gerek portföy yönetim şirketinin gerekse imtiyazlı katılma payları ile fonun yatırımlarını yönlendiren organizasyonun (VC), yatırımcılara karşı olan sorumluluğu ayrı ayrı ele alınacaktır. Ancak bu ayırmadan önce gerek VC'nin gerekse portföy yönetim şirketinin yatırımcılara olan sorumluluğunun kaynaklarının tespit edilmesi gerekmektedir. VC'nin veya portföy yönetim şirketinin hem GSYF Tebliği'nden hem fonun içtüzük belgesinden hem de yatırımcı sözleşmesinden¹⁴⁹ kaynaklanan sorumlulukları bulunmaktadır. Bu sorumlulukların bir kısmı fonun raporlaması ve değerlemesine (GSYF Tebliği 15 inci madde), bir kısmı yatırımcılar arası ilişkilere (GSYF Tebliği 16

¹⁴⁷ GSYF Tebliği'nin 4 üncü maddesinin beşinci fıkrasına göre, "Fonun resmî sicillere tescil, değişiklik, terkin ve düzeltme talepleri ile ortağı olacağı limited ve anonim şirketlerin kuruluş, sermaye artırımı veya pay devri işlemleri dâhil her tür ticaret sicili işlemleriyle sınırlı olarak tüzel kişiliği haiz addolunur."

¹⁴⁸ Detaylı açıklama için bkz.: "1.3.2.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları"

¹⁴⁹ GSYF Tebliği'nde; içtüzük ile ihraç belgesinde düzenlenmeyen konuların düzenlendiği sözleşme olarak ifade edilen yatırımcı sözleşmesinin SPK tarafından belirlenmiş bir standardı olmasa da ILPA gibi kurumların yayımlamış olduğu sektörde kabul görmüş model yatırımcı sözleşmesi örnekleri bulunmaktadır. ILPA'nın yayınladığı model yatırımcı sözleşmeleri (LPA) için bkz. <https://ilpa.org/model-lpa/>.

ncı madde), bir kısmı ise fon portföyünün yönetilmesine (GSYF Tebliği 19 uncu madde) ilişkindir. Bu sorumluluklara ek olarak fonun yönetiminde dikkat edilmesi gereken genel sorumluluklar da bulunmaktadır. GSYF Tebliği'nde pay sahipleri sözleşmesine yönelik açık bir sorumluluk yalnızca bir maddede öngörüldüğünden; genel sorumlulukların, pay sahipleri sözleşmesi ve yatırımcı hakları bağlamında değerlendirilmesi isabetli olacaktır.

Girişim sermayesi yatırım fonlarındaki genel sorumluluğun, GSYF Tebliği'nin 4 üncü maddesinde belirtilen fonun inançlı mülkiyet esaslarına göre yönetileceğine ilişkin düzenleme olduğu ifade edilebilecektir. Türk hukukunda inançlı mülkiyetin, daha çok öğreti ve yüksek mahkeme kararları çerçevesinde şekillenen inançlı mülkiyet benzeri bir işlem olduğunu ifade etmek doğru olacaktır.¹⁵⁰ Nitekim inançlı mülkiyette; tasarruf sahipleri (yatırımcılar), işlem yapma yetkisi bir inanç sözleşmesi kapsamında başka bir kişiye devredilmektedir.¹⁵¹ Girişim sermayesi yatırım fonları özelinde inanç sözleşmesi fon içtüzüğü iken inançlı olarak devredilen ise fonun kendisidir.¹⁵² Başka bir ifade ile fon malvarlığı, fon içtüzüğünde yer alan yönetilme inancı ile fonun yöneticisi olan portföy yönetim şirketine devredilmektedir. Bu bahisle girişim sermayesi yatırım fonlarında uygulanacak olan inançlı mülkiyetin temelinde bir saf inançlı işlem olduğu söylenebilecektir.¹⁵³

İnançlı işlemlerde güven ön plandadır. Bu noktada, TBK'nın 506 ncı maddesinin saf inançlı işlemlere uygulanması gerektiği öğretide kabul edilmektedir.¹⁵⁴ TBK'nın 506 ncı maddesine göre, “*Vekil, vekâlet borcunu bizzat ifa etmekle yükümlüdür. Ancak vekile yetki verildiği veya durumun zorunlu ya da teamülün mümkün kıldığı hâllerde vekil, işi başkasına yaptırabilir. Vekil üstlendiği iş ve hizmetleri, vekâlet verenin haklı menfaatlerini gözeterek, sadakat ve özenle yürütmekle yükümlüdür. Vekilin özen*

¹⁵⁰ Elif Berktaş Yüksel, 2020, **Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler**, s. 19.

¹⁵¹ 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'na göre “Yatırım Fonları” ‘nın düzenlenme gerekçesinin bir kısmı şu şekildedir: “*İnançlı mülkiyet esasında fona inançlı olarak fon yöneticisi maliktir. Tasarruf sahipleri muamelelerinin bir kısmını katılma belgesi olarak inançlı yöneticinin mülkiyetine verirler. Bu intikal bir inanç sözleşmesi (yatırım fonlarında fon sözleşmesi, fon iç tüzüğü) ile sağlanır. Yönetici sözleşme çerçevesinde katılma belgeleri karşılığında aldığı paraların maliki olur, ancak, bu paraları sözleşme çerçevesinde kullanmak zorundadır.*”.

¹⁵² Yavuz Akbulak, 2020, “**İnançlı Mülkiyet**” Üzerine Bir Değerlendirme, <https://blog.lexpera.com.tr/inancli-mulkiyet-uzerine-bir-degerlendirme/> .

¹⁵³ Saf inançlı işlem; inanılan kişinin, inanç konusu varlığı, inanan kişiden bizzat veya inanan kişinin bizzat yetkilendirdiği kişiden aldığı inançlı işlemler için kullanılmaktadır. Berktaş Yüksel, **a.g.e.**, s. 26.

¹⁵⁴ Berktaş Yüksel, **a.g.e.**, s. 119.

borcundan doğan sorumluluğunun belirlenmesinde, benzer alanda iş ve hizmetleri üstlenen basiretli bir vekilin göstermesi gereken davranış esas alınır.”. Netice olarak TBK’nın 506 ncı maddesinde vekile tanınan iki ana yükümlülükten söz edilebilecektir: (i) Vekilin borçları bizzat ifası ve (ii) vekilin sadakat ve özen yükümlülüğü. İlgili maddenin son fıkrasında sadakat ve özen yükümlülüğünde basiretli vekil vurgusu yapılmış olması saf inançlı işlemlerdeki özen ve sadakat yükümlülüğün yüksek olduğu anlamını doğurmaktadır.

Öte yandan yine saf inançlı işlemlere TBK’nın 508 inci maddesinde yer alan vekilin, vekil tayin eden kişiye hesap verme borcunun da uygulanacağı kabul edilmektedir.¹⁵⁵

Netice olarak, inançlı mülkiyet kapsamında yüksek özen ve sadakat yükümlülüğü bulunan portföy yönetim şirketinin veya VC’nin; yüksek risk barındıran ve ana paranın tamamının dahi kaybolması ihtimali bulunan bir yatırımda; söz konusu riskleri azaltmak için belirli haklar talep etmemiş olması yüksek özen ve sadakat yükümlülüğüne aykırı olacaktır. Netice olarak inançlı mülkiyet bakımından, portföy yönetim şirketinin veya VC’nin; girişim sermayesi yatırım fonu yatırımcısına (LP) karşı vekil sıfatıyla sorumluluğu bulunmaktadır.

Saf inançlı işlemler konusu irdelenmişken doğrudan sorumluluk ile ilgili olmasa da bir konuya daha değinmekte fayda olduğu düşünülmektedir. Yukarıda, vekilin bizzat ifa borcunun saf inançlı işlemlerde de uygulanacağı belirtilmektedir. Bu noktada ilk etapta hem VC’nin hem de portföy yönetim şirketinin inanılan kişi olduğu düşünülmektedir. Ancak, SPKn kapsamında fon yönetme yetkisi yalnızca portföy yönetim şirketlerine verilmiştir. Başka bir ifade ile SPK tarafından portföy yönetim şirketi olarak yetkilendirilmemiş olan VC’nin inanılan kişi olarak değerlendirilebilmesi, tartışmaya açık bir konudur Nitekim, VC’nin malvarlığını inançlı şekilde mülkiyetine geçirme yetkisi yoktur, bu yetki yalnızca portföy yönetim şirketine tanınmıştır. Bu noktada da işbu saf inançlı işlem kapsamında vekil sıfatıyla görevini bizzat ifa etme yükümlülüğü altında olan portföy yönetim şirketinin; inanca konu varlığın yönetimini, VC’ye imtiyazlı katılma payları aracılığıyla devredemeyeceği savunulabilecektir. Devretmesi durumunda borcun bizzat inanılan (vekil) portföy yönetim şirketi tarafından yerine getirilmediği iddia edilebilecektir.

¹⁵⁵ Berktaş Yüksel, **a.g.e.**, s. 119.

Ancak, TBK'nın ilgili maddesinde vekil tayin eden kişinin; vekile, işlemleri 3. kişiye yaptırma yetkisi de verebileceği belirtilmektedir. Bu noktada, inanç sözleşmesi niteliğini haiz içtüzük ve yatırımcı sözleşmesi ile yatırımcılar tarafından portföy yönetim şirketine, devredilen mal varlığını yönetme işini 3. kişilere (yani VC'lere) gördürme yetkisi verildiği savunulabilecektir. Nitekim gerek içtüzükte gerekse yatırımcı sözleşmesinde imtiyazlı katılma payları ile fonun yönetiminin VC'ye bırakıldığı açıkça gösterilmektedir. VC'nin; yatırımcıların portföy yönetim şirketine verdiği yetki kapsamında fon malvarlığını yönetiyor olduğunun kabulü durumunda VC'nin sorumluluğuna ilişkin olarak TBK'nın 507 nci maddesinin uygulanacağı sonucuna varılabilecektir.

Bir üst paragrafta yer alan istisnai tartışma konusu dışında gerek portföy yönetim şirketi gerekse VC, fon yatırımcısına karşı inançlı mülkiyet çerçevesinde vekil sıfatıyla sorumlu olacaktır. GSYF Tebliği'nden kaynaklanan bu genel sorumluluk dışında özel bir sorumluluk düzenlemesine değinilmesinde de fayda olduğu düşünülmektedir.

SPK'nın yayımladığı standart içtüzük belgesinin¹⁵⁶ belirli maddelerinde girişim sermayesi yatırım fonunun pay sahipleri sözleşmesi imzalaması gerektiğine yönelik dolaylı anlatımlar bulunmaktadır. GSYF Tebliği uyarınca içtüzükte yer alan bu düzenlemeler standart iç tüzük belgesinin 8.2. maddesinde şu şekilde ifade edilmektedir: *“Fonun girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin TTK’da belirtilen ortaklık haklarını ve Tebliğ’de belirtilen pay sahipliği sözleşmelerinden kaynaklanan yönetsel haklarını kullanmak üzere, kurucunun yönetim kurulu kararı ile kurucunun personeli olmayan üçüncü kişiler de vekil olarak belirlenebilir. Bu durumda dahi kurucunun mevzuattan, bu içtüzükten ve ihraç belgesinden doğan sorumluluğu devam eder.”*. Bu noktada fonun yönetimini konu alan içtüzük belgesi uyarınca fonun yatırım yaptığı girişim şirketlerinde pay sahipleri sözleşmesi imzalaması yükümlülüğü bulunduğu ifade edilebilecektir. Burada akıllara fonu yöneten portföy yönetim şirketinin veya imtiyazlı katılma payları ile fon yatırımlarına karar veren VC'nin içtüzük belgesi uyarınca pay sahipleri sözleşmesi imzalaması sorumluluğunun, hukuki düzlemde nasıl bir sorumluluk olduğu sorusu akıllara gelmektedir. GSYF Tebliği'nin 6 ncı maddesinin ikinci fıkrasında, içtüzük belgesinin genel işlem şartları içeren bir

¹⁵⁶ Standart iç tüzük belgesine, 12.04.2024 tarihi itibarıyla <https://spk.gov.tr/kurumlar/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/basvuru-surecleri/kurulus> adresinden erişim sağlanabilmektedir.

iltihaki bir sözleşme olduğu belirtilmektedir. Bu noktada, fonu yöneten kişinin yatırımcılara karşı olan sorumluluğunun sözleşmeye dayalı bir sorumluluk olduğu ifade edilebilecektir.

Öte yandan, her ne kadar SPK onayına sunulmasa da GSYF Tebliği'nde tanımına yer verilen yatırımcı sözleşmesi kapsamında da portföy yönetim şirketinin veya VC'nin vekil sıfatıyla sorumluluğu bulunduğu, bu bahisle basiretli bir vekil olarak pay sahipleri sözleşmesi ile belirli haklar temin etmesi gerektiği sonucuna varılmaktadır.¹⁵⁷

Her ne kadar girişim sermayesi yatırım fonlarının, yatırım yaptıkları girişim şirketlerine ilişkin pay sahipleri sözleşmesi imzalaması zorunluluğu, fon yöneticisinin genel sorumlulukları kapsamında değerlendirilmiş olsa da pay sahipleri sözleşmesi imzalanması yükümlülüğü GSYF Tebliği'nin 21 inci maddesinde de açıkça vurgulanmaktadır. GSYF Tebliği'nin 21 inci maddesine göre, “(1) Fonların girişim şirketlerine yapacağı ortaklık hakkı veren girişim sermayesi yatırımları, fon ile girişim şirketlerinin yönetim kontrolüne sahip mevcut ortakları arasında imzalanacak bir pay sahipliği sözleşmesi çerçevesinde gerçekleştirilir. (2) Pay sahipliği sözleşmesinde; girişim şirketinin yönetimi hususu başta olmak üzere, fonun ve girişim şirketinin mevcut ortaklarının hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi zorunludur. Pay sahipliği sözleşmesinde fonun girişim şirketinden kısmi veya tam çıkış olanakları, ön alım, birlikte satış, satışa katılma, temettü politikası, pay satım veya alım opsiyonları gibi hususlara da yer verilebilir. (3) (Değişik: RG-9/10/2020-31269) Fon tarafından girişim şirketinin sermayesini temsil eden payların tamamının iktisap edilmesi veya girişim şirketinin yönetim kontrolünün sağlanması halinde, bu madde kapsamında bir pay sahipliği sözleşmesinin imzalanması zorunlu değildir. Bu durumda, bir pay devri sözleşmesinin imzalanması yeterlidir.”. Maddenin son fıkrasında belirtilen girişim

¹⁵⁷ Girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan, sektör standardı olarak kabul edilen BVCA, NVCA, Startup Estonia, SVCA'nın yayımladığı model dokümanlar gibi ILPA'nun da yayımladığı model yatırımcı sözleşmeleri bulunmaktadır. Bu yatırım sözleşmelerinden olan “Whole of Fund Model Limited Partnership Agreement” ‘ın 19. maddesinde yatırımcıların General Partner’ olarak tanımlanan ve Türk girişim sermayesi yatırım fonlarında fonu yöneten organizasyonlara karşılık gelen kişileri, belirli yetkiler bakımından vekil olarak tayin ettiklerine ilişkin düzenlemeler bulunmaktadır. Buradan hareketle, Türk hukukuna tabi girişim sermayesi yatırım fonlarının yapısına da uygun olan vekalet sözleşmesi hükümlerinin belirli durumlarda yatırımcı sözleşmelerinde yer alacağı değerlendirilmektedir. Nitekim, yatırımcı sözleşmesinde hüküm bulunmayan hallerde TBK'nın vekalet sözleşmesi hükümlerinin uygulanacağına yönelik düzenlemeler ile yatırımcı sözleşmelerinde karşılaşılmıştır.

şirketin paylarının tamamının edinilmesi veya girişim şirketinin yönetim kontrolünün sağlanması durumlarında pay sahipleri sözleşmesi imzalanmasına gerek olmadığı belirtildiğinden; bu iki durum dışında kalan tüm durumlarda fonun, pay sahipleri sözleşmesi imzalaması gerekliliğinin bulunduğu anlamı çıkmaktadır. Netice olarak, her ne kadar inançlı mülkiyet esasları çerçevesinde basiretli bir vekil olarak hareket eden kişinin, yatırımcılara karşı yüksek özen ve sadakat yükümlülüğü altında olması nedeniyle yatırım yapılan girişim şirketlerinde pay sahipleri sözleşmesi imzalama yükümlülüğü olduğu ifade edilse de fonun GSYF Tebliği'nde yer alan pay sahipleri sözleşmesi imzalama yükümlüğünü yerine getirmemesi durumunda mevzuata aykırı işlem tesis ettiği ve bu nedenle SPK yaptırımına uğrayabileceği de dikkate alınmalıdır.

Son olarak bir konunun değerlendirilmesinde de fayda olduğu düşünülmektedir. Girişim sermayesi yatırım fonlarının, yatırım yapılan girişim şirketine ilişkin pay sahipliğine bağlı hakların ve sorumlulukların yer aldığı bir pay sahipleri sözleşmesi imzalaması yükümlülüğünün bulunduğu konusunda herhangi bir tereddüt olmasa da yatırımcılar ile VC arasında veya yatırımcılar ile portföy yönetim şirketi arasında bir hafif kusura ilişkin sorumsuzluk anlaşması imzalanabilir mi? Bu noktada TBK'nın 115 inci maddesinin üçüncü fıkrasının incelenmesi gerektiği değerlendirilmektedir. İlgili fıkra göre, *“Uzmanlığı gerektiren bir hizmet, meslek veya sanat, ancak kanun ya da yetkili makamlar tarafından verilen izinle yürütülebiliyorsa, borçlunun hafif kusurundan sorumlu olmayacağına ilişkin önceden yapılan anlaşma kesin olarak hükümsüzdür.”* Portföy yönetim şirketinin faaliyetlerini SPK'dan aldığı izin çerçevesinde sürdürdüğü dikkate alındığında; portföy yönetim şirketinin, ilgili fıkra kapsamında hizmetlerin ifası için yetkili makamlardan izin alınan kuruluşlardan biri olduğu sonucuna varılacak, bu bahisle hafif kusurdan sorumlu olunmayacağına ilişkin yatırımcılar ile sorumsuzluk anlaşması akdedilemeyecektir. Ancak, VC'ler bakımından benzer bir yorum yapmak doğru olmayacaktır. Nitekim, VC'ler özel izin ve yetkili makam onayı ile faaliyette bulunan bir organizasyon değildir. Buradan hareketle VC'lerin yatırımcılar ile hafif kusurdan sorumlu olunmayacağına ilişkin anlaşma yapmasının mümkün olduğu değerlendirilmektedir. Önemle belirtmek gerekir ki girişim şirketi pay sahipleri ile pay sahipleri sözleşmesi imzalanmamış olmasının hafif kusuru aşacağı değerlendirilmektedir. Ancak, taraflar arasında bir pay sahipleri sözleşmesi imzalanmış olmasına rağmen sözleşmede belirli haklar

bakımından belirli eksiklikler bulunması hali hafif kusur olarak değerlendirilebilecektir.

3.1.2. Kurumsal Risk Sermayesi'nin (CVC) Ana Ortaklığa Karşı Sorumluluğu

Kurumsal risk sermayeleri, yalnızca bir ana yatırımcı tarafından fonlanan ve işbu yatırımcının (ana ortaklığın) kurumsal stratejileri kapsamında girişim şirketlerine stratejik finansman sağlayan organizasyonlar olarak tanımlanabilecektir. Kurumsal risk sermayesi esasında bir hukuki organizasyondan ziyade bir yaklaşımı ifade etmektedir. Nitekim, kurumsal risk sermayelerinin girişim sermayesi yatırım fonu, girişim sermayesi yatırım ortaklığı veya anonim şirket olarak organize oldukları görülmektedir. Hatta bir adım ileri gidilecek olursa zaman zaman kurumsal risk sermayelerinin ana ortaklık bünyesinde olduğu dahi görülmektedir. Anonim şirket olarak organize olmuş kurumsal risk sermayelerine Eczacıbaşı Momentum Teknoloji Yatırımları A.Ş. örnek verilebilir. Nitekim, şirketin ticaret sicil kayıtları incelendiğinde şirketin tek pay sahibinin de Eczacıbaşı Holding A.Ş. olduğu görülmektedir. Girişim sermayesi yatırım fonu olarak organize olmuş kurumsal risk sermayelerine ise Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş. Yıldız Ventures Girişim Sermayesi Yatırım Fonu örnek verilebilir. Nitekim, Albaraka Portföy Yönetimi A.Ş. Yıldız Ventures Girişim Sermayesi Yatırım Fonu'nun ihraç belgesi incelendiğinde fonun yatırım kararlarını, imtiyazlı katılma payları aracılığıyla Yıldız Holding A.Ş. ve /veya Yıldız Holding A.Ş. bağlı ortaklık-iştirakları almaktadır.

Kurumsal risk sermayelerinde, doğrudan bir getiriden ziyade ana ortaklık için faydalı olabilecek teknolojiler keşfedilmesi ve yapılan yatırımlar ile ana ortaklığın geliştirilmesi amaçlandığından gerçek bir girişim sermayesi organizasyonu kadar sıkı bir sorumluluktan bahsetmek güç olacaktır. Nitekim, gerçek anlamda bir girişim sermayesi (VC), inançlı mülkiyet esasları çerçevesinde başkalarının paralarını yönetmektedir. Ancak kurumsal risk sermayesinde, ana ortaklık esasında kendi parasını yönetmektedir ve ana paranın kaybolması durumunda doğrudan zarar görebilecek başka bir yatırımcı (LP) bulunmamaktadır. Bu nedenle, CVC'ler bakımından pay sahipleri sözleşmesi imzalamak; yatırımcıya (ana ortaklık) karşı sorumluluktan ziyade ticari bir karardır. Ancak bu başlık altında genel hatlarıyla ana

ortaklık ile anonim şirket olarak organize olmuş CVC'nin arasındaki sorumluluk ilişkisine değinilecektir.¹⁵⁸

Anonim şirket olarak organize olmuş CVC'ler incelendiğinde; ana ortaklığın CVC'nin tek pay sahibi olduğu görülmektedir.¹⁵⁹ Bu noktada anonim şirket olarak organize olmuş CVC ile ana ortaklık arasında bir pay sahipliği ilişkisi olduğu ifade edilebilecektir. Belirtilen yapıda, ana ortaklık ile CVC'nin TTK'nın 195 inci maddesi kapsamında şirketler topluluğu oluşturmaktadır. Bu yapıda; ana ortaklığın hakim şirket, CVC'nin ise bağlı şirket olarak konumlandırılmalıdır.

Şirketler topluluğundaki şirketlerin birbirinden bağımsız olduğu belirtilse de hâkim şirketin kontrolü nedeniyle ekonomik ve stratejik açıdan bütünleşme meydana gelmektedir.¹⁶⁰ Bu nedenle her iki şirketi birbirinden ayrı olarak değerlendirmek güçtür. Hele ki hakim şirketin bağlı şirketin tüm paylarına sahip olması durumunda doğrudan tek bir gruptan bahsedilebilecektir. Bu noktada, TTK'nın 203 üncü maddesi de bu anlayışı desteklemektedir. İlgili düzenlemeye göre, hakim şirketin doğrudan veya dolaylı olarak tüm paylarına sahip olması durumunda; hakim şirket tarafından bağlı şirkete verilen talimatların bağlı şirket organları tarafından eksiksiz olarak uygulanması gerekmektedir. Bu kuralın tek istisnası, TTK'nın 204 üncü maddesinde düzenlenmiştir. Verilen talimat; bağlı şirketin ödeme gücünü aşar, varlığını tehlikeye düşürür, önemli varlıkların kaybına neden olur mahiyette olmayacaktır. Bu durum dışında, verilen talimatları uygulayan bağlı şirket yetkililerinin hakim şirket veya bağlı şirkete karşı sorumlu olmayacağı da TTK'da özel olarak düzenlenmiştir.

Netice olarak, hakim şirketin veya başka bir ifade ile bağlı şirket olan CVC'ye kaynak sağlayan şirketin; CVC'ye, yapacağı girişim sermayesi yatırımlarında işlem tarafları ile pay sahipliğine bağlı haklarının düzenlendiği bir pay sahipleri sözleşmesi imzalaması talimatı vermiş olması durumunda bağlı şirket olan CVC'nin bu talimata uyması gerekecektir. Aksi takdirde yönetim kurulunun sorumluluğundan bahsedilebilecektir. Bu noktada, hakim şirket tarafından özel olarak bağlı şirket

¹⁵⁸ Girişim sermayesi yatırım fonu olarak organize olmuş CVC'ler bakımından 3.1.1. başlığında yer alan açıklamalar geçerli olacağından bu kısımda yalnızca anonim şirketler incelenmektedir.

¹⁵⁹ Bkz.: Eczacıbaşı grubunun CVC'si olan Eczacıbaşı Momentum Teknoloji Yatırımları A.Ş.'nin tek pay sahibinin Eczacıbaşı Holding A.Ş. olması, Koç grubunun CVC'si olan İntertram Teknoloji Yatırımları A.Ş.'nin ana pay sahibinin Koç Holding A.Ş. diğer pay sahibinin ise Koç Üniversitesi olması.

¹⁶⁰ Ahmet Seyhan, 2023, **Şirketler Topluluğuna Güvenen Sorumluluk**, s. 61

CVC'ye pay sahipleri sözleşmesi imzalama talimatı verilmemiş olması halinde nasıl bir değerlendirilme yapılması gerektiği akıllara gelmektedir. TTK'da GSYF Tebliği'nde olduğu gibi açık bir düzenleme bulunmadığı için söz konusu sorunun, şirketi yöneten yönetim kurulunun sorumlulukları çerçevesinde değerlendirilmesinin daha isabetli olacağı düşünülmektedir. Bu noktada, yönetim kurulunun iki ana sorumluluk ilkesi kapsamında yatırım yapılan şirketin pay sahipleri ile pay sahipleri sözleşmesi imzalaması gerektiği sonucuna varılmaktadır: (i) Özen yükümlülüğü ve (ii) özen yükümlülüğüne bağlı olarak şekillenen tedbirli yönetici ölçütü (*Business Judgment Rule*).

TTK'nın 396 ncı maddesinde düzenlenen özen yükümlülüğüne göre yönetim kurulu üyeleri yönetim sorumluluklarını yerine getirirken temel davranış kurallarını yerine getiriyor olmalıdır.¹⁶¹ Buradaki özen yükümlülüğü subjektif bir yükümlülük olmayıp objektif bir yükümlülüktür. Başka bir ifade ile yönetim kurulu üyesi tedbirli bir yönetici olmalıdır.¹⁶²

Özene bağlı diğer bir sorumluluk ise tedbirli yönetici ölçütüdür (*Business Judgment Rule*). Tedbirli yönetici ölçütü, Türk hukukunda doğrudan düzenlenmeyen Amerikan hukukunda yer alan bir kavramdır. Her ne kadar Türk hukukunda açık bir tedbirli yönetici ölçütü (*Business Judgment Rule*) düzenlemesi bulunmasa da TTK'nın 369 uncu maddesinin gerekçesinde tedbirli yönetici ölçütüne (*Business Judgment Rule*) değinilmektedir. Buna göre, “*Tedbirli yönetici ölçüsü, yönetim kurulu üyesinin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olarak "işadamı kararı" (business judgment rule) verilebileceğini kabul eder ve riskin bundan doğduğu hallerde üyenin sorumlu tutulmaması esasına dayanır.*”. Gerekçeden de anlaşılacağı üzere gerekli araştırmayı yapan konu hakkında özenli davranan bir yönetim kurulu üyesinin, riskli bir ticari konuda aldığı karar kapsamında sorumluluğu doğmayacaktır. Bu bahisle, yatırımcının sahip olduğu hakların yer aldığı bir pay sahipleri sözleşmesi imzalanmasının ne ölçüde gerekli olduğu dikkate alınmalıdır. Girişim sermayesi yatırım fonlarındaki sorumluluğun irdelendiği kısımda, girişim sermayesi yatırımlarının yüksek risk barındırdığını ifade edilmişti. Yerleşik iş modellerinin aksine yeni ve inovatif iş modelleri ile ticari hayatlarına devam eden girişim şirketlerinin önemli kararlar

¹⁶¹ Hasan Pulaşlı, 2016, **Güncellenmiş ve Genişletilmiş Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, s. 475.

¹⁶² Hanifi Çelik, 2017, **Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Hukuki Sorumluluğu**, s. 65.

bakımından denetlenmesi ve ticari tecrübesi yüksek yatırımcılar tarafından yönlendirilmesi özen yükümlülüğüne dikkat eden tedbirli bir yöneticiden beklenecek olgunlukta bir harekettir. Öte yandan girişim sermayesi yatırımlarında yatırımcı, girişim şirketinden çıkış yaparak kar elde etmeyi veya girişim şirketinin kendisine kaynak sağlayan ana ortaklık (hakim şirketin) bünyesine dahil edilmesini amaçlamaktadır. Bu amaçların, çalışmanın devamında da açıklandığı üzere yalnızca TTK ile sağlanan haklar ile gerçekleştirilmesi mümkün olmadığından tedbirli bir yöneticinin pay sahipleri sözleşmesi kapsamında ortaklık ilişkilerini sürdüreceği değerlendirilmektedir.

3.2. Pay Sahipleri Sözleşmesi

Erken aşama girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımlarında; yatırımcı, sermaye iştirak sözleşmesi kapsamında şirkete ortak olmakta ve pay sahipleri sözleşmesi kapsamında yatırımcı haklarını kullanmaktadır. Bu noktada çalışmanın ana başlıklarından birini oluşturan yatırımcı haklarına geçmeden evvel bu hakların yer aldığı sözleşmenin hukuki niteliğinin değerlendirilmesinde de isabet görülmektedir. Özellikle pay sahipleri sözleşmesi ile esas sözleşme arasındaki ilişki belirli yatırımcı hakları bakımından önem arz etmektedir. Borç sözleşmesi niteliği olan pay sahipleri sözleşmesinde tanınan bazı nispi hakların girişim sermayesi yatırımları özelinde korporatif etki doğurmasını teminen esas sözleşmeye dahil edilip edilemeyeceği yine bu başlık altında cevap aranan sorulardan olacaktır.

3.2.1. Genel Olarak

Pay sahipleri sözleşmesi TTK'da düzenlenmeyen, tarafların sözleşme serbestisi kapsamında akdettikleri *sui generis* nitelikte ihtiyari ve özel şekil şartı bulunmayan bir sözleşmedir.¹⁶³ Başka bir ifade ile pay sahipleri sözleşmesi esas sözleşme gibi kurucu bir nitelik taşımamakta, pay sahiplerinin ihtiyaç ve beklentileri çerçevesinde akdedilmektedir. Bu noktada, sözleşmenin yalnızca pay sahipleri arasında mı akdedildiği sorusu akıllara gelmektedir. Esasında pay sahipleri sözleşmesi, sözleşme serbestisi kapsamında akdedildiğinden bu soruya tek bir cevap vermek mümkün değildir. Ancak bu kısımda pay sahipleri sözleşmesinin konusu olan anonim şirketin sözleşmeye taraf olup olmayacağı hususu tartışmalıdır. Uygulamada ortaklığın da pay sahipleri sözleşmesine taraf edildiği görülmektedir. Bunun nedeninin pay sahipleri

¹⁶³ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 73.

sözleşmesinde düzenlenen belirli konularda işlem tesis edilebilmesi için şirketin icrai yetkilerinin kullanılması gerekliliği olduğu değerlendirilmektedir. Örneğin, sözleşmede yer alan pay devir yasaklarına aykırı bir pay devri gerçekleştirildiğinde bu pay devrinin pay defterine işlenip işlenmeyeceği konusunda takdir yetkisi şirkettir.¹⁶⁴ Pay sahipleri sözleşmesine şirketin taraf olması hususunun iki ayrı kapsamda değerlendirilmesi gerekmektedir: (i) genel kurulun yetkisine giren konular bakımından şirketin üstlendiği yükümlülükler ve (ii) yönetim kurulunun yetkisine giren konular bakımından şirketin üstlendiği yükümlülükler. Şirketin genel kurulun yetkisine giren konulara ilişkin pay sahipleri sözleşmesine taraf olması mümkün değildir. Örneğin şirket, belirli bir tarihe kadar kar dağıtımını yapmayacağı hususunu taahhüt etmemelidir. Nitekim, kar dağıtımının TTK uyarınca genel kurulda karara bağlanması gerekmektedir. Ancak, şirketin genel kurulun yetki alanına giren konularda bir taahhütte bulunmasının TBK'nın 128 inci maddesi kapsamında 3. kişilerin fiilini taahhüt olarak yorumlanmasının mümkün olduğu da değerlendirilmektedir.¹⁶⁵

Şirketin yönetim kurulunun yetkisine giren konulara ilişkin pay sahipleri sözleşmesine taraf olması hususunda ise bir çekince bulunmamaktadır. Ancak, yönetim kurulunun üstlendiği yükümlülükler bakımından TTK'nın da dikkate alınması gerekmektedir. Örneğin, sözleşmeye aykırı pay devirlerinin pay defterine işlenmeyeceğini pay sahipleri sözleşmesi ile taahhüt eden şirketin işbu borcu ifa edebilmesi için bahsi geçen pay devir kısıtlamasını ihlal eden pay sahibinin pay sahipleri sözleşmesine taraf olması gerekmektedir ki kayıttan imtina edilebilsin. Ancak bahsi geçen pay devir kısıtlamaları bağlam kuralları çerçevesinde esas sözleşmeye derç edilmemişse ve iyiniyetli 3. kişinin payları devralması durumunda; şirket, yeni pay sahibini pay defterine kayıt etmekten imtina etmemelidir.

Global yaklaşık ise şirketin, pay sahipleri sözleşmesine taraf olması gerektiği şeklindedir. BVCA, NVCA, Startup Estonia ve SVCA'nın model dokümanlarında pay sahipleri sözleşmesine şirketin taraf olduğu görülmektedir.

¹⁶⁴ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 313

¹⁶⁵ Okutan Nilsson'a göre, genel kurulu ilgilendirilen konularda şirketin pay sahipleri sözleşmesine dahil olması mümkün değildir. Ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine dahil olması durumunda ise bu yükümlülükler hukuki bir etki doğurmayacaktır. Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 314.

3.2.2. Amaç ve İşlevi

Pay sahipleri sözleşmesinin altı temel amaç gözetilerek akdedildiği ifade edilebilecektir: (i) Ortaklığı pay sahiplerinin beklentileri kapsamında şekillendirmek, (ii) pay sahipleri ile ortaklık arası bağı güçlendirmek, (iii) ortaklık yapısındaki istenmedik değişimlerin önüne geçmek, (iv) pay sahipleri arasındaki güç ve menfaat dengesini sağlamak, (v) şirketin kontrolünü düzenlemek ve (vi) gelecekte yaşanabilecek işlemleri bugünden kurgulamak.¹⁶⁶

Girişim sermayesi yatırımları özelinde pay sahipleri sözleşmesi akdedilmesinde yatırımcıların kendi yatırımcılarına karşı olan sorumluluklarının da önemli bir etken olduğuna çalışmanın önceki kısımlarında değinilmektedir. Nitekim, yüksek risk barındıran bir yatırımcı, işbu yüksek riski minimize ve zaman zaman da regüle etmek için yatırım yaptığı girişim şirketlerine ilişkin pay sahipleri sözleşmesi imzalamaktadır. Bu sayede yatırımcı basiretli davranma yükümlülüğünü yerine getirmekte ve mevzuata uyumlu¹⁶⁷ işlem tesis etmektedir. Ancak, girişim sermayesi yatırımlarında pay sahipleri sözleşmesi akdedilmesinin tek amacı elbette bu sorumluluk değildir. Burada, yukarıda belirtilen üç işlevin ağır bastığı ifade edilebilecektir: Bunlar, (i) ortaklığın pay sahiplerinin beklentileri kapsamında şekillendirilmesi, (ii) ortaklık yapısındaki istenmedik değişimlerin önüne geçilmesi, (iii) şirketin kontrolünün düzenlenmesi.¹⁶⁸

Anonim şirketler hukukunda bulunmayan düzenlemelerin sözleşmeler hukuku kapsamında pay sahipleri sözleşmesinde düzenleniyor olması ile ortaklığın, pay sahiplerinin beklentileri kapsamında dizayn edilmesine imkan tanınmaktadır. Bahsi

¹⁶⁶ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 75 vd.

¹⁶⁷ Mevzuatsal yükümlülükler ile kastedilen yalnızca basiretli davranma yükümlülüğü olmayıp aynı zamanda GSYF Tebliği'nden doğan yükümlülükleri de içermektedir. Detaylı açıklamalar için bkz.: “3.1.1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonunun Kendi Yatırımcılarına (LP) Karşı Sorumluluğu”.

¹⁶⁸ Esasında gelecekte yaşanabilecek işlemleri bugünden kurgulamak da girişim sermayesi ekosisteminde yatırımcıların pay sahipleri sözleşmesi akdetmesindeki amaçlardan biridir. Örneğin şirketin halka arzı, yatırımcı için oldukça önemli bir karardır. Nitekim yatırımcı, bu halka arzda yapacağı pay satışı ile ideal bir çıkış (*exit*) gerçekleştirmiş olacaktır. Yatırımcı, doğal olarak gelecekte yaşanabilecek halka arz işlemini bugünden kurgulamak isteyecektir. Ancak halka arz gibi işlemler, çıkışa ilişkin işlemler olup erken aşama girişim şirketlerinden ziyade Seri A ve sonrası turlar için kaynak arayan girişim şirketleri özelinde düzenlenmelidir. Nitekim, erken aşama girişim şirketlerinde halka arzı konuşmak şirketlerin ölçeğinden ötürü çok da isabetli olmayacaktır. Brad Feld, Jason Mendelson, 2019, **Venture Deals**, s. 232 vd.

geçen işlev kapsamında pay sahipleri sözleşmesine dahil edilen düzenlemelere çalışmanın devamında değinilmektedir.

Girişim şirketlerinde ortaklık yapısının korunması oldukça önemlidir. Nitekim, girişimin gelişmesi için asli öneme sahip girişimcinin olabildiğince uzun süre şirkette pay sahibi olarak kalması ve tüm eforunu şirkete vermesi yatırımcının beklentileri arasındadır.¹⁶⁹ Yatırımcı, şirkette pay sahibi olan girişimcinin şirkete olan bağlılığının daha yüksek olacağını değerlendirmektedir. Ortaklığın yabancılaştırmasının engellenmesini teminen girişimcinin pay devir yasağı başta olmak üzere belirli pay devir kısıtlamalarına da pay sahipleri sözleşmesinde yer verilmektedir.

Ticari hayatta deneyimi ve kuvvetli iş ilişkileri bulunan yatırımcı, özellikle şirketin alacağı stratejik kararlar üzerinde söz hakkı sahibi olmayı beklemektedir. Sahip olduğu pay adedi ile bunu gerçekleştirmesi mümkün olmayan yatırımcı, pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen ağırlaştırılmış nisap içeren yetkili organ kararları ile şirketi, negatif kontrol şeklinde de olsa kontrol altında tutmaktadır.

3.2.3. Pay Sahipleri Sözleşmesinin Niteliği

Anonim şirketin anayasası olarak tanımlanabilecek esas sözleşmenin aksine korporatif bir etkisi olmayan pay sahipleri sözleşmesi nispi borç doğuran ve sözleşmeyi akdeden pay sahiplerini bağlayan *sui generis* bir sözleşmedir. Başka bir ifade ile pay sahipleri sözleşmesine taraf olan pay sahipleri, sözleşme ile yükledikleri edimleri yerine getirme noktasında şahsi bir borç altındadır. Bu özellik itibarıyla pay sahipleri sözleşmesinin bir borç sözleşmesi olduğu sonucuna varılabilecektir.¹⁷⁰

Pay sahipleri sözleşmesi, tek taraflı veya iki taraflı bir borç doğuran sözleşme olabilecekse de tek taraflı borç doğuran pay sahipleri sözleşmeleri ile çok karşılaşılmamaktadır. Girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin akdedilen pay sahipleri sözleşmesinin de iki taraflı borç doğuran bir sözleşme olduğunu söylemek isabetli olacaktır.

Pay sahipleri sözleşmesinin tek taraflı veya iki taraflı borç yükleyen sözleşme niteliğinin dışında oldukça önemli bir hukuki niteliği daha bulunmaktadır. TBK'nın 620 inci maddesine göre, "*Adi ortaklık sözleşmesi, iki ya da daha fazla kişinin emeklerini ve mallarını ortak bir amaca erişmek üzere birleştirmeyi üstlendikleri*

¹⁶⁹ Feld, Mendelson, **a.g.e.**, s. 152 vd.

¹⁷⁰ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 79.

sözleşmedir.”. Bu noktada, pay sahipleri sözleşmesinin bir adi ortaklık sözleşmesi niteliğini haiz olduğu da söylenebilecektir.¹⁷¹ Pay sahipleri sözleşmesi ile kurulan adi ortaklık aracılığıyla pay sahipleri sözleşmesinin konusu olan şirketin yönetimini düzenleme, kontrolünü sağlama, işletme politikasını belirleme, uyuşmazlıkları çözme gibi konular adi ortaklığın amacını oluşturmaktadır.¹⁷²

3.2.4. Pay Sahipleri Sözleşmesinin Esas Sözleşme İle Arasındaki İlişki

Esas sözleşmenin serbest şekilde düzenlenmesinin önündeki en büyük engellerden biri olan tek borç ilkesi nedeniyle pay sahipleri, ortaklar arası ilişkiyi serbestçe şekillendirebilecekleri ve tek borç ilkesinin uygulanmayacağı bir borçlar hukuku sözleşmesi olan pay sahipleri sözleşmesini akdetmektedirler. Bu noktada pay sahipleri sözleşmesinde yer alan hükümlerin geçerliliği ve geçerli olarak addedilen hükümlerin esas sözleşme ile arasındaki ilişki işbu başlık altında incelenecektir.

Niteliği itibarıyla borçlar hukukuna tabi olan pay sahipleri sözleşmesindeki edimlerin ifa edilmemesi durumunda; şirketler hukukuna ilişkin yaptırımlar uygulanamayacak olup borçlar hukuku kapsamında sözleşmenin ihlali gerekçesiyle çeşitli taleplerde bulunulabilecektir. Ancak ortaklığın işleyişinin düzenlenmesi amacı ile akdedilen pay sahipleri sözleşmesine borçlar hukukunun uygulanacak olması bir handikap doğurmaktadır. Ortaklığın işleyişine ilişkin akdedilen pay sahipleri sözleşmesine aykırılık halinde tarafların zararlarının tazmininden ziyade ortaklığın sözleşmede kararlaştırıldığı şekilde organize edilmesi birinci tercih edilecek opsiyondur. Bir başka ifade ile sözleşmeye aykırılık durumunda; pay sahiplerinin birincil talebi aynen ifa olacaktır.¹⁷³ Ancak bir örnek vermek gerekirse, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan pay devir kısıtlamalarına ilişkin olarak; payı edinen iyiniyetli 3. kişiye karşı söz konusu kısıtlamalar gerekçesiyle aynen ifa talebi öne sürülemeyecektir. Kaldı ki ön alım hakkı, birlikte satma hakkı gibi birçok pay devir kısıtlaması düzenlemesinin 3.

¹⁷¹ Moroğlu'na göre, esas sözleşme de şirket kurulana kadar adi ortaklık sözleşmesi mahiyetindedir. Adi ortaklığın amacı, tüzel kişiliğin kurulması olup şirketin kuruluşu ile adi ortaklığın amacı da gerçekleşmiş olmaktadır. Bu kapsamda adi ortaklık sözleşmesi de sona ermektedir. Adi ortaklık sözleşmesi niteliği olan esas sözleşme, adi ortaklık bakımından sona erse de şirketin kurulması ile birlikte esas sözleşme hükümleri objektif hukuk kuralına dönüşmektedir. Erdoğan Moroğlu 2000, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, Prof. Dr. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan, s. 522.

¹⁷² Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 81.

¹⁷³ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 112.

kişilere yapılacak devirlere ilişkin olduğu dikkate alındığında ilgili kısıtın ihlal edilmesi durumunda muhtemeldir ki iyi niyetli bir 3. kişi de işleme taraf olacaktır.¹⁷⁴

Öte yandan, pay sahipleri sözleşmesinin ihlal edilmesi durumunda aynen ifa yerine zararın tazminin talep edilmesinin de ciddi dezavantajları bulunmaktadır. Pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen hükümlerin niteliği dikkate alındığında bu düzenlemelerin ihlali durumunda ortaya çıkacak zararın tespiti oldukça güçtür.¹⁷⁵ Örneğin, sözleşmede düzenlenen ön alım hakkına aykırı şekilde devredilen paylara ilişkin olarak ön alım hakkına sahip olan kişilerin zararlarının tespiti oldukça güç olacaktır. İlk etapta, böyle bir durumda doğan zararın, payların devir anındaki değeri ile sınırlı olduğu düşünülebilir. Fakat ön alım hakkını kullanabilse de idi şirket paylarının çoğunluğunu ele geçirip dolayısıyla da şirketin kontrolünü edinecek bir kişinin zararının tespiti ve bu zarar tespitindeki ölçütlerin ne olacağı ciddi bir tartışma konusu olabilir.

Gerek aynen ifanın ortaklıklar özelinde uygulanabilirliği sorunu gerekse tazmin edilecek zararların tespiti problemi; sözleşmeye aykırılığa alternatif çözümler getirilmesi ihtiyacını doğurmuştur. Özellikle zarar tazmini probleminin giderilmesini teminen pay sahipleri sözleşmesinde; TBK'nın 179 uncu maddesi uyarınca aykırılık durumunda doğacak cezai şart düzenlemelerine yer verilmektedir. Bu sayede zarar tespitinden bağımsız olarak sözleşmenin ihlalinin ispatı ile cezai şart alacağı doğmaktadır. Öngörülen cezai şart tutarının pay sahiplerini ekonomik bakımdan da caydırması muhtemeldir.¹⁷⁶ Ancak yukarıda da belirtildiği üzere pay sahipleri sözleşmesinin akdedilmesinin arkasında yatan temel amaç ortaklık organizasyonun düzenlenmesidir. Bu nedenle sözleşmenin doğrudan uygulanmasına imkan tanıyan

¹⁷⁴ Uygulamada pay devir kısıtlamalarının daha aktif şekilde uygulanabilmesi için sermayeyi temsil eden payların senede bağlandığı ve söz konusu pay senetlerinin arka yüzünde, payda bulunan pay devir kısıtlamalarına yer verildiği görülmektedir. Bu sayede payı devralmak için pay senedinin zilyetliği teslim alan 3. kişinin, pay senedinin arka yüzünde yer alan pay devir kısıtlamasını bilmediği veya bilebilecek durumda olmadığı savunmasında bulunmaması amaçlanmaktadır. Ancak iyi niyete karşı geliştirilen işbu koruma metodu da mutlak bir koruma sağlamamaktadır. Nitekim, devredilmek istenen pay adedi ile pay senedinin barındırdığı pay adedinin uyuşmadığı noktalarda öncelikle pay senedinin iptal edildiği ve devrin bu şekilde gerçekleştirildiği görülmektedir. Bu noktada iptal edilip tekrar basılan pay senedinin arka yüzünde belirtilen pay devir kısıtlamalarına yer verilmemiş olması durumunda her ne kadar ilk pay senedinde pay devir kısıtlamalarına yer verilmiş olsa da amaçlanan koruma sağlanamayabilecektir.

¹⁷⁵ İsmail Esin, S. Tunç Lokmanhekim, 2003, **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, s. 74.

¹⁷⁶ Ayşe Selin Kavdır, 2023, **Pay Sahipleri Sözleşmesinde ve Esas Sözleşmede Yer Verilen Opsiyon Haklarının Etki ve Sonuçları**, s. 42.

koruma mekanizmalarının zarar tazmininden üstün tutulduğu değerlendirilmektedir. İşte tam da bu noktada, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan düzenlemelerinin anonim şirket düzlemine yansıtılmasının yolları aranmaktadır. Bu yansıtma da esas sözleşme aracılığıyla sağlanmaktadır. Nitekim, esas sözleşme pay sahipleri sözleşmesinin aksine tüm pay sahiplerinin şirket işleyişine ilişkin uyması gereken korporatif etki doğuran bir sözleşmedir. Başka bir ifade ile esas sözleşmede, yükümlülükler şahıstan ziyade paya bağlanmaktadır. Bu noktada, paya bağlı şekilde esas sözleşmeye yansıtılabilen ve korporatif etki kazandırılabilen pay sahipleri sözleşmesi hükümlerine aykırılık durumlarında TTK’da öngörülen yaptırımlar uygulanabilecektir.¹⁷⁷

Son olarak pay sahipleri sözleşmesinin kanuni unsurlar bakımından geçerliliğinin de değerlendirilmesinde fayda bulunmaktadır. Borçlar hukukuna tabi olan pay sahipleri sözleşmesinin TBK’nın 26 ncı maddesi uyarınca, *“Taraflar, bir sözleşmenin içeriğini kanunda öngörülen sınırlar içinde özgürce belirleyebilirler.”*. Öte yandan TBK’nın 27 nci maddesi uyarınca, *“Kanunun emredici hükümlerine, ahlaka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusu imkânsız olan sözleşmeler kesin olarak hükümsüzdür.”*¹⁷⁸

3.2.5. Pay Sahipleri Sözleşmesinin Tüzel Kişiliğe Olan Etkisi

Sözleşmenin nisbiliği ilkesi uyarınca yalnızca pay sahipleri sözleşmesini imzalayan taraflar arasında hüküm doğuran pay sahipleri sözleşmesinin, ortaklık üzerindeki etkisi de dolaylı bir etkidir. Sözleşmenin nisbiliği ilkesinin yanı sıra tüzel kişilik ile pay sahiplerinin birbirinden bağımsız olması bu dolaylı etkinin diğer nedenidir.¹⁷⁹

Nispi bir borç sözleşmesi niteliğini haiz pay sahipleri sözleşmesinden doğan talepler doğal olarak sözleşmenin diğer taraflarına karşı ileri sürülebilecektir. Bu noktada, pay sahipleri sözleşmesine taraf olmayan ortaklığa karşı herhangi bir talepte bulunulması sözleşmenin nisbiliği ilkesine aykırı olacaktır. Başka bir ifade ile ortaklık pay sahipleri sözleşmesine ilişkin olarak 3. kişi konumundadır.¹⁸⁰ Buradan hareketle pay sahipleri sözleşmesinin esas sözleşmenin aksine ortaklık üzerinde doğrudan bir etki doğurmadığı söylenebilecektir. Bu noktada akıllara ortaklığın pay sahipleri

¹⁷⁷ Ayşe Selin Kavdır, **a.g.e.**, s. 27.

¹⁷⁸ Kavdır, **a.g.e.**, s. 24.

¹⁷⁹ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 277.

¹⁸⁰ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 278.

sözleşmesine taraf olması durumunda nasıl bir yorum yapılması gerektiği sorusu gelmektedir. Nitekim, ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine taraf edilmesi ile pay sahiplerinin kendi aralarındaki borçların; ortaklık tarafından tanınması, bilinir hale gelmesi amaçlanmaktadır. Ek olarak pay sahipleri sözleşmesinin tam olarak uygulanabilmesi için ortaklığa da ihtiyaç duyuluyor olması pay sahipleri sözleşmesine ortaklığın da taraf edilmesinin bir diğer nedenidir. Örneğin, pay sahipleri arasındaki pay devir kısıtlamalarının tam manasıyla uygulanabilir olması için pay devir kısıtlamasına aykırı devirlerin, şirket pay defterine işlenmemesi gerekmektedir.

Genel kurulun yetki alanına giren konulara ilişkin ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine taraf olması mümkün değilken yönetim kurulunun yetki alanına giren konularda ortaklığın pay sahipleri sözleşmesine taraf olması mümkündür.¹⁸¹

Öte yandan ortaklığın pay sahipleri sözleşmesi ile yüklendiği borçları ifa ederken TTK'ya uygun yükümlülükleri ifa etmesi gerekmektedir.

3.2.6. Pay Sahipleri Sözleşmesinin İhlali

Pay sahipleri sözleşmesinin ihlali durumunda; TTK'dan doğan yaptırımlara başvurulamayacağına çalışmanın 3.2.4. maddesinde değinilmiştir. Bu başlık altında, pay sahipleri sözleşmesinin ihlal edilmesi durumunda başvurulabilecek hukuki yollar ve haklar incelenecektir.

Pay sahipleri sözleşmesinin, TTK'da öngörülen bir sözleşme tipi olmaması ve sözleşme serbestisi çerçevesinde akdedildiği dikkate alındığında pay sahipleri sözleşmesinin borçlar hukuku hükümlerine tabi olması sonucunu doğmaktadır. Öte yandan belirli istisnalar hariç olmak üzere pay sahipleri sözleşmesinin ortaklık üzerinden doğrudan bir etki doğurmaması da sözleşmeye aykırılık durumunda TTK'nın uygulanmamasının bir diğer gerekçesidir.¹⁸² Bu noktada, sözleşme serbestisi çerçevesinde pay sahiplerinin sözleşmenin ihlali durumunda TTK'da yer verilen yaptırımların uygulanacağına ilişkin yaptığı anlaşmanın geçerli olup olmayacağı sorusu akıllara gelmektedir. Söz konusu soruya olumsuz yanıt vermek gerekmektedir. Nitekim, TTK'da ön görülen yaptırımlar kanun ile düzenlenmiş olup kanunun sözleşme serbestisi çerçevesinde genişletilmesi mümkün değildir. Fakat böyle bir

¹⁸¹ Şirketin belirli alanlarda faaliyet göstereceğine ilişkin taahhütlere, pay sahipleri sözleşmesinde verilebilecektir. Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 314.

¹⁸² Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 343.

hükme tahvil esaslarının uygulanmasının mümkün olduğu değerlendirilmektedir. Bu noktada, TTK'da öngörülen yaptırımların sözleşme hukuku çerçevesinde uygulanabileceği sonucuna varılabilir. Başka bir ifade ile TTK'daki yaptırımlar sözleşmesel çerçevede uygulanabilecektir. Ancak bu tahvil ile getirilen yorum da istenen korumayı sağlamayabilir. Nitekim, TTK'da öngörülen yaptırımların uygulanacağına ilişkin sözleşme de esasında bir borç sözleşmesidir ve TTK yaptırımlarının uygulanmaması çekincesini ortadan kaldırmamaktadır.

Pay sahipleri sözleşmesinin ihlal edilmesi durumunda başvurulabilecek dört hukuki imkan olduğu söylenebilecektir: (i) Aynen ifa, (ii) tazminat, (iii) her iki tarafa da borç yükleyen sözleşmeler bakımından sözleşmeden dönme ve (iv) ortaklık sözleşmesi niteliğini haiz sözleşmeler bakımından da sözleşmenin feshi.

Pay sahipleri sözleşmesi bakımından özellikle aynen ifa talebi ile tazminat talebinin incelenmesinde fayda olduğu düşünülmektedir. Tazminat talebi bakımından diğer sözleşmelerden farklı bir değerlendirme yapılamayacaktır. Fakat temel sorun aynen ifanın talep edilmesi noktasında ortaya çıkmaktadır. Nitekim pay sahipleri sözleşmesinin niteliği itibarıyla nakdi bir tazmin beklenen faydayı sağlamamaktadır.¹⁸³ Önemli olan sözleşmede aykırılığın aynen ifa ile giderilmesidir.¹⁸⁴ Aynen ifa talebinin karşılanıp karşılanamayacağı hususu iki konu bakımından tereddüt uyandırmaktadır. Bunlardan ilki pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen yükümlülüklerin ifası zaman zaman ortaklık dışında gerçekleşebilir. Örneğin, pay sahipleri sözleşmesinde sıklıkla karşılaşılan pay devir kısıtlamalarının ihlal edilmesi durumunda; söz konusu pay devir işlemine taraf iyiniyetli bir 3. kişi de bulunmaktadır. Kanunun iyi niyetli 3. kişiyi koruması nedeniyle pay devir kısıtlamalara aykırılık durumunda pay sahipleri sözleşmesine taraf olmayan iyi niyetli 3. kişiden sözleşmede düzenlenen yükümlülüğe uygun bir aynen ifa talep etmek mümkün olmayacaktır. Öte yandan, ihlal edilen yükümlülüğün ortaklık içerisinde gerçekleşmiş olması durumunda ise aynen ifanın söz konusu olabileceği değerlendirilmektedir. Örnek olarak, pay sahipleri sözleşmesinde pay satışı öncesinde belirli pay sahiplerine söz konusu payları almak isteyip istemediğinin sorulmasını öngören bir ilk teklif hakkı düzenlemesi bulunmaktadır. İşbu belirli pay sahiplerine,

¹⁸³ Detaylı açıklama için bkz.: “3.2.4. Pay Sahipleri Sözleşmesinin Esas Sözleşme İle Arasındaki İlişki”

¹⁸⁴ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 345 vd.

devre konu payları almak isteyip istemedikleri sorulmaksızın şirkette pay sahibi olan ve sözleşmeye taraf başka bir kişiye payların devredilmiş olması durumunda payları devralan kişinin; söz konusu ilk teklif hakkına ilişkin bildirimin ilgili pay sahiplerine yapıp yapılmadığını sorması, sorgulaması gerekmektedir. Söz konusu sorgulamayı yapmadan payları devralmış pay sahibinin iyi niyetli olduğu değerlendirmesinde bulunmanın mümkün olmadığı, bu bahisle de aynen ifa talebinin hali hazırda pay sahipleri sözleşmesini de imzalamış ve payları devralan pay sahibine yöneltilebileceği değerlendirilmektedir.

Aynen ifa talebinin önündeki bir diğer engel ile sözleşmedeki yükümlülüklerin yerine getirilebilmesi için şirketin yönetim kurulu veya genel kurur nezdinde karar alınması gerekliliğidir. Başka bir ifade ile her ne kadar sözleşmede özel bir düzenleme bulunsa da bu özel düzenlemenin aynen ifa edilebilmesi için belirli bir organda belirli bir karar alınması gerekebilecektir. Sözleşmenin nispiyeti ilkesi gereğince, sözleşmeye taraf olmayan kişilerin de dahil olduğu şirket organlarında sözleşmede düzenlenen hükümlere uygun karar alınması mümkün olmayabilir. Örneğin, şirket sermayesinin %40'ına karşılık gelen adette paya sahip pay sahipleri arasında pay sahipleri sözleşmesi imzalanmış ve imzalanan pay sahipleri sözleşmesinde şirkete yatırım alınabilmesi için mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanabileceğine yönelik bir düzenleme mevcuttur. Ancak TTK'nın 461 inci maddesi uyarınca mevcut pay sahiplerinin rüçhan haklarının kısıtlanabilmesi için sermayenin %60'ını temsil eden pay sahiplerinin söz konusu kısıtlama kararına onay vermesi gerekmektedir. Bu noktada, her ne kadar şirket sermayesinin %40'ına karşılık gelen adette paya sahip pay sahipleri; yeni yatırım alınabilmesi için rüçhan haklarının kısıtlanmasına yönelik bir oy sözleşmesine, pay sahipleri sözleşmesi aracılığıyla taraf olmuşsalar da şirket sermayesinin %60'ını temsil eden pay sahipleri böyle bir oy sözleşmesine taraf değildir. Bu bahisle şirket sermayesinin %60'ına karşılık gelen pay sahipleri rüçhan haklarının kısıtlanmasına onay vermeyebilir ve pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen daha farklı bir doğrultuda karar alınabilir. Netice olarak, örnekten de anlaşılacağı üzere pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen yükümlülüklerin ifası için zaman zaman şirket organları nezdinde karar alınması gerekebilir ve işbu şirket organlarından çıkan kararlar, pay sahipleri sözleşmesi ile paralel olmayabilir.

Yukarıdaki örnekten de anlaşılacağı üzere pay sahipleri sözleşmesinin özel bir işlevi olan şirketin yönetim ve organizasyonunun düzenlenmesi isteğine yönelik

düzenlemelerin ifası için sıklıkla oy sözleşmesine başvurulduğu görülmektedir. Bu noktada, büyük önem taşıyan oy sözleşmesi hükümlerine aykırılığın daha detaylı incelenmesinde fayda olduğu değerlendirilmektedir.¹⁸⁵

Oy sözleşmesinin aynen ifası sorunu ilk etapta borçlar hukuku bakımından imkânsız borç kapsamında ele alınmaktadır. Nitekim, oy hakkı esasında ilgili organ kararının alındığı esnada kullanılan ve dile getirildiği şekilde geçeli olan bir haktır. Bu noktada, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan belirli bir yönde oy kullanma taahhüdüne aykırı şekilde kullanılan oy ile alınan karar neticesinde oy verme borcunun sözleşme ile uyumlu şekilde aynen ifası imkânsız hale gelmiş midir sorusu ortaya çıkmaktadır. Genel kurulda kullanılan oy ile pay sahipleri sözleşmesinin ihlal edilmesi durumunda o genel kurul bakımından tekrardan oy kullanılamayacağı konusunda tereddüt bulunmamaktadır. Nitekim, oy hakkı belirli şartlar çerçevesinde anlık olarak kullanılan bir haktır. Fakat oy hakkının anlık ve belirli şartlar dahilinde kullanılabiliyor olması, oy sözleşmesinin aynen ifasının imkânsız hale geldiği anlamına gelmemektedir. Oy sözleşmesi, belirli bir yönde oy kullanma taahhüdünden öte bir anlam taşımaktadır. Oy sözleşmesindeki temel borç oyun belirli bir yönde kullanılması ile belirli bir kararın alınmasını veya alınmamasını sağlamaktır.¹⁸⁶ Sözleşme ile ulaşılmak istenen amaç yalnızca bir genel kurul toplantısı ile sınırlı olmadığından borcun imkânsız hale geldiğini savunmak isabetli olmayacaktır. Nitekim sözleşmeye aykırı şekilde kullanılan oy ile alınan kararın ilgili organın tekrardan bir karar alması ve alınan bu kararın da oy sözleşmesine uygun şekilde alınması mümkündür.¹⁸⁷ Böyle bir durumda da esasında aynen ifa gerçekleştirilmiş olacaktır.

Oy sözleşmesi bakımından bir diğer tartışma ise oy sözleşmesi ile ortaklığın iradesine ket vurulabiliyor olması sorunudur. Nitekim, pay sahipleri; genel kurul toplantısında gündemde yer alan konuları tartışmalı ve bu tartışmalar sonucunda bir karara varmalıdır. Fakat, pay sahibinin iradesinin genel kuruldan önce, akdedilen bir oy sözleşmesi ile sınırlandırıldığı düşüncesi öne sürülebilecektir. Her ne kadar belirli

¹⁸⁵ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 346.

¹⁸⁶ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 350.

¹⁸⁷ Bazı durumlarda alınan genel kurul kararı ile geri çevrilemeyecek kararlar alınmış olabilir. Bu noktada, söz konusu kararın yönetim kurulu tarafından icra edilmemesi ve tekrardan bir genel kurul kararı alınması ile oy sözleşmesine uygun davranılması mümkündür. Bazı durumlarda ise alınan karar doğrudan etki doğurabilir ve aynı konuda tekrardan bir karar alınması mümkün olmayabilir (örneğin kar dağıtımına karar verilmesi.) Bu gibi istisnai durumlarda borcun imkânsız hale geldiği ve aynen ifanın söz konusu olamayacağı savunulabilir. Detaylı bilgi için bkz. Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 352 vd.

bir aşamaya kadar bu değerlendirmelerin bir karşılığı olduğu düşünülse de pay sahibi bizzat kendi iradesi ile oy sözleşmesi akdederek karar alma özgürlüğünü kısıtlamaktadır. Başka bir ifade ile pay sahibi, özgürlüğünü kısıtlama özgürlüğünü kullanmaktadır. Kaldı ki günümüzde gerçekleştirilen genel kurul toplantıları, bir müzakere toplantısından ziyade usuli olarak tamamlanması gereken bir toplantı olarak görülmektedir. Herhangi bir uyuşmazlığın olmadığı şirketlerde genel kurulun çok öncesinde bir tarihte alınacak karar öngörülebilme ve tüm çıkar grupları genel kurul toplantısına oyu belirli bir şekilde gelmektedir. Oy sözleşmesinin ortaklığa yapılan bir dış müdahale olduğu görüşüne karşın ise TTK'da; oyun, ortaklığın menfaatine kullanılması gerektiğini belirten açık bir düzenleme bulunmamasından hareketle pay sahibinin dış etkilere maruz kalarak oy kullanmasında da bir sakınca olmadığı ifade edilebilecektir.¹⁸⁸

Oy sözleşmesinin aynen ifası noktasında en büyük tereddüt bulunan konu ise aynen ifanın nasıl icra edileceğidir. Aynen ifanın icrası konusunda da ikili bir ayrıma gidilmesi gerekmektedir. Yukarıda da belirtildiği üzere aynen ifanın sağlanması için tekrardan bir genel kurul toplantısının yapılması gerekmektedir. Bu noktada, aynen ifanın icrasındaki ilk sorunun genel kurulun tekrar toplanması olduğu ifade edilebilir. İkinci sorun ise toplanan genel kurulda oy kullanma bakımından sözleşmeye uygun aynen ifanın nasıl icra edileceğidir. Kural olarak genel kurulun toplanması bakımından yetkili olan yönetim kuruluna, pay sahipleri sözleşmesi uyarınca talimat verilemese de pay sahipleri sözleşmesinde; şirketin yönetiminde pay sahipleri sözleşmesinde yer alan hak ve yükümlülükler dikkat etme taahhüdünde bulunan pay sahipleri, bireysel olarak yönetim kuruluna seçtiği üyelere vereceği talimatlar ile genel kurulun toplanmasını sağlayabilir.¹⁸⁹ Buna rağmen yönetim kurulunun genel kurulu toplamaması durumunda ise TTK'nın 411 inci maddesi uyarınca halka kapalı ortaklıklar bakımından sermayenin en az %10'unu temsil eden azınlığın genel kurulun toplanmasını mahkemeden talep etme hakkı bulunmaktadır. Bu kapsamda şekillenen mahkeme kararının icrası ise icra müdürlüğü tarafından yerine getirilecektir.¹⁹⁰ İcra müdürlüğü yönetim kuruluna genel kurulun toplanmasına yönelik icra emri tebliğ

¹⁸⁸ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 357.

¹⁸⁹ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 363.

¹⁹⁰ Burcu Sarı, 2023, **6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirket Genel Kurul Toplantısına Pay Sahiplerini Davet Usulü ve İhlalin Sonuçları**, s. 42.

edecek ve işbu icra emrine rağmen yönetim kurulu genel kurulu toplamaz ise yönetim kurulunun gerek cezai gerekse hukuki sorumluluğu doğacaktır.¹⁹¹

Yönetim kurulunun genel kurulu tekrardan toplanması sonrasında ele alınması gereken sorun pay sahibinin oy sözleşmesine uygun şekilde oy vermesine yönelik aynen ifanın icrasının sağlanıp sağlanamayacağıdır. Türk hukukunda belirli bir irade beyanında bulunma borcunun ifası bakımından alınan mahkeme kararının söz konusu irade beyanının yerine geçeceğine ilişkin açık bir düzenleme bulunmasa da belirli bir yönde irade beyanında bulunmaya zorlama davasının esasında bir eda dava olduğu bu bahisle de verilen hükmün icrasına gerek olmadığı öğretilde savunulmaktadır.¹⁹² Başka bir ifade ile oy sözleşmesine aykırılık nedeniyle açılan eda davası sonucunda elde edilen ilam, oy sözleşmesindeki iradenin yerine geçmektedir.¹⁹³ Moroğlu'na göre ise, oy sözleşmesinin ifası noktasında mahkeme kararı oy sözleşmesindeki iradeye karşılık gelmemekte olup aynen ifanın İİK'nın 30 uncu maddesinin ikinci fıkrasına göre sağlanması gerekmektedir.¹⁹⁴ İlgili maddeye göre; yapılacak olan işin, masrafları borçluya ait olmak üzere 3. bir kişi tarafından ifası sağlanabilmektedir. Bu noktada, oy sözleşmesinin alacaklısı mahkemeden söz konusu oyun kullanılmasına ilişkin hakkın kendisine verilmesini talep edebilir. Oy kullanma hakkının anonim şirketler bakımından kişiye sıkı sıkıya bağlı bir hak olmadığı, zaman zaman vekiller gibi 3. kişiler aracılığıyla oy kullanılabildiği de dikkate alındığında söz konusu görüşün de isabetli olduğu değerlendirilmektedir. Fakat *Okutan Nilsson*'a göre İİK'nın 30 uncu maddesi, oy kullanma borcunun aynen ifası için uygun bir icra usulü değildir. Bu noktada mahkeme kararının, oy sözleşmesindeki irade beyanı yerine geçmesi ilkesinin benimsenmesi gerekmektedir.¹⁹⁵

Aynen ifaya getirilen bir diğer eleştiri ise bir borç sözleşmesi niteliğini haiz oy sözleşmesinin ortaklığın tamamına etki edebiliyor olmasıdır. Nitekim, oy sözleşmesinin aynen ifası ile alınan organ kararı değişebilir ve bu durum da tüm ortaklık bakımından yeni bir etki doğurabilir. İşbu eleştirilere karşın söz konusu durum bir borç sözleşmesinin, sözleşmeye taraf olmayan kişileri de etkilemesidir.¹⁹⁶ Örneğin

¹⁹¹ Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, 2021, **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 560.

¹⁹² Fikret Eren, 1999, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, 2. Cilt, s. 1022.

¹⁹³ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 371.

¹⁹⁴ Erdoğan Moroğlu, 2000, **Özellikle Anonim ve Limited Ortaklıklarda Oy Sözleşmeleri**, s. 22 vd.

¹⁹⁵ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 373.

¹⁹⁶ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 385.

alacağın temliği ile sözleşmeye taraf olmayan borçlunun hukuki konumunda değişiklik olabildiği gibi oy sözleşmesi ile de ortaklığın hukuki konumunda değişiklik olması oldukça normaldir.

Çalışmanın buraya kadarki kısmında genel kurul kararlarının alınması bakımından oy sözleşmesine değinilmiş olsa da yönetim kurulunun seçimine ilişkin oy sözleşmesi yapılması hususuna da kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır. Belirli bir pay sahibinin gösterdiği yönetim kurulu üyesi adayına oy verilmesi taahhüdü içeren oy sözleşmeleri de yapılabilmektedir. Yapılan sözleşme ile aday gösteren pay sahibi, kendi yönetim kurulu üyesini seçtirme ihtimalini artırmayı amaçlamaktadır. Bu oy sözleşmesi yalnızca belirli pay sahipleri arasında akdediliyor ise borcun aynen ifası bakımından genel kurul kararlarına ilişkin oy sözleşmesinde açıklanan karmaşık yola başvurmak gerekecektir. Ancak, oy sözleşmesi tüm pay sahipleri arasında akdedilebiliyorsa söz konusu atama hakkı, imtiyazlı paylar aracılığıyla şirket esas sözleşmesine de dahil edilebilecektir. Bu durumda yönetim kurulunda temsil imtiyazı söz konusu olacak ve üye belirleme hakkı korporatif etki doğuracaktır. Nitekim, TTK'nın 360 ıncı maddesinin birinci fıkrasına göre, *“Esas sözleşmede öngörülme şartı ile, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir. Bu amaçla, yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçileceği esas sözleşmede öngörülebileceği gibi, esas sözleşmede yönetim kurulu üyeliği için aday önerme hakkı da tanınabilir. Genel kurul tarafından yönetim kurulu üyeliğine önerilen adayın veya hakkın tanındığı gruba ve azlığa mensup adayın haklı bir sebep bulunmadığı takdirde üye seçilmesi zorunludur. Bu şekilde tanınacak temsil edilme hakkı, halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamaz. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin düzenlemeler saklıdır.”*.

Yönetim kurulunun seçimine ilişkin oy sözleşmeleri haricinde, yönetim kurulu üyelerinin alınacak olan yönetim kurulu kararlarına ilişkin yaptığı oy sözleşmelerine de kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır. Çeşitli senaryolarda yönetim kurulu üyeleri, oy sözleşmeleri ile oy sözleşmesi alacaklılarından gelen talimatlara uygun davranacağına yönelik taahhüt altına girmektedirler. Bu noktada, yönetim kurulu üyesinin oy sözleşmesi alacaklısından gelen tüm talimatlara uygun şekilde davranıp davranmaması gerektiği sorusu akıllara gelmektedir. Bu talimatlara uygun davranma

yönetim kurulu toplantılarında belirli bir yönde oy verme şeklinde olabileceği gibi şirket adına belirli bir işlemi tesis etme şeklinde de olabilir. Yönetim kurulu üyesinin gerek ayrı bir oy sözleşmesi ile gerekse pay sahipleri sözleşmesi ile yönlendirilmesi durumunda esas alınması gereken nokta verilen talimatın, üstlenilen yükümlülüğün; yönetim kurulu üyesinin şirkete karşı olan sadakat borcuna aykırı olup olmadığıdır. Verilen talimat veya sözleşme ile yönetim kurulu üyesinin üstlendiği borç; üyenin, şirkete karşı olan sadakat yükümlülüğüne aykırı değilse sözleşmenin geçerli olduğu ve yönetim kurulu üyesinin talimata uygun davranabileceği anlamına gelmektedir. Ancak talimat şirketin menfaatlerine uygun değilse başka bir ifade ile yönetim kurulu üyesi sadakat borcunu ihlal etmekte ise oy sözleşmesi veya pay sahipleri sözleşmesinin ilgili düzenlemeleri ahlaka aykırı sözleşme gerekçesiyle geçersiz olacaktır.¹⁹⁷ Buna rağmen sözleşmedeki taahhütlerine uygun şekilde oy kullanacak veya işlem tesis edecek yönetim kurulu üyesinin, şirkete karşı hukuki sorumluluğu doğacaktır. Ancak yönetim kurulu üyesinin söz konusu talimatı uygulamaması durumunda talimatı veren kişiye karşın bir sorumluluğu olmayacaktır. Nitekim, sözleşme ahlaka aykırılık nedeniyle geçersiz addedilecektir.¹⁹⁸

Son olarak, çalışmanın önceki kısımlarında da kısaca açıklanan pay devir kısıtlamalarına aykırılık durumunda aynen ifanın talep edilip edilmeyeceği konusuna değinmekte fayda bulunmaktadır. Pay devir kısıtlamalarına aykırılık durumunda da kural olarak (payları iyi niyetli 3. kişilerin devralması hariç olmak üzere)¹⁹⁹ aynen ifanın talep edilmesi mümkündür. Nitekim pay devir kısıtlamaları ile üstlenen yükümlülük bir ortaklık yükümlülüğünden ziyade bir borç sözleşmesi yükümlülüğüdür. Kaldı ki, bir ekonomik değeri temsil eden payların bir borcun ödenmesi için haczi mümkün olduğundan doğrudan borcun konusu olan pay da haczedilerek aynen ifa sağlanabilir.²⁰⁰

4. Yatırımcı Hakları

Girişim sermayesi yatırımcıları; yatırımlarını korumak ve yatırım yapılan girişim şirketinin gelişimine yardımcı olabilmek, girişimcilerin yanlış kararlar almasının önüne geçmek amacıyla çalışmanın bir önceki başlığında detaylıca açıklanan pay

¹⁹⁷ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 143 vd.

¹⁹⁸ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 147.

¹⁹⁹ Detaylı açıklama için bkz.: “3.2.4. Pay Sahipleri Sözleşmesinin Esas Sözleşme İle Arasındaki İlişki”.

²⁰⁰ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 392.

sahipleri sözleşmesinde kendi lehlerine olacak şekilde belirli haklar bulunmasını talep etmektedir. Çalışmanın bu ana başlığında yatırımcıların ağırlıklı olarak talep ettiği haklar incelenecek olup hakların düzenlenme amacı irdelenecektir. Öte yandan global anlamda kabul görmüş bu yatırımcı hakları, TTK perspektifinden de değerlendirilecektir.

Her ne kadar yatırımcıların genel olarak talep ettikleri haklar, yatırımcı hakları olarak ifade edilecekse de bu yatırımcı hakları ile amaçlananlara göre alt başlıklarda da tasniflemek gerekmektedir. Çalışmanın bu kısmında incelenecek yatırımcı hakları şunlardır: (i) Önemli nitelikteki genel kurul kararları, (ii) yatırımcının yönetim kurulunda temsili, (iii) önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları, (iv) yönetim kurulu gözlemcisi, (v) ilk red hakkı, (vi) birlikte satma hakkı, (vii) sürüklenme hakkı, (viii) ilk teklif hakkı, (ix) serbest devir hakkı, (x) tasfiye sayılan haller ve tasfiye payında imtiyaz hakkı ve (xi) seyreltme hakkıdır.

Zaman zaman pay sahipleri sözleşmesinin içine derç edilen zaman zaman ise ayrı bir sözleşme olarak imzalanan ve yapılan sermaye artırımına ilişkin hükümleri düzenleyen sermaye iştirak sözleşmelerinde; yatırım alan girişim şirketinin faaliyetlerine ve hukuki yapısına ilişkin yatırımcılara karşı belirli beyan ve tekefüllerde bulunulduğu görülmektedir. Bu beyan ve tekefüllere aykırılık durumunda doğan cezai şart alacakları da esasında bir yatırımcı hakkı olarak gözükmektedir. Öte yandan yatırımcıların zaman zaman çeşitli beklentiler ile sektör standartlarından ayrılan hak talepleri²⁰¹ olduğu görülse de çalışmada incelenecek olan yatırımcı hakları; BVCA, SVCA, NVCA, Startup Estonia gibi organizasyonlar tarafından kabul görmüş haklardır.

4.1.Önemli Genel Kurul Kararları

Anonim şirketlerde bulunması zorunlu bir organ olan genel kurul, şirket nezdinde alınacak önemli kararları hükme bağlamaya yetki organ olarak dikkat çekmektedir. Yalnızca belirli grupların temsil edilebildiği yönetim kuruluna nazaran tüm pay

²⁰¹ Yatırım yapan girişim sermayesi yatırım fonunun yatırımcıları arasında bir teknoloji geliştirme bölgesinin bulunması durumunda; yatırım yapılan şirketlerin işbu teknoloji geliştirme bölgesinde ofis açmasının talep edildiği görülmektedir.

sahiplerinin temsil edildiği genel kurul, şirketin geleceğinin belirlenmesi noktasında yüksek önem taşıyan bir organdır.

TTK'nın 408 inci maddesinde genel kurulun devredilmez yetkilerine yer verilmekte olup genel kurulun yetkisine giren konular esas sözleşmeye eklenen düzenlemeler ile genişletilebilmektedir. Bu genişletme esnasında TTK'nın 375 inci maddesinde düzenlenen yönetim kurulunun devredilemez yetkilerine temas edilmemesi gerektiğini de hatırlatmakta fayda bulunmaktadır.

TTK'nın 418 inci maddesine göre, kanunda veya esas sözleşmede daha ağır bir nisap öngörülmedikçe genel kurul, asgari olarak mevcut payların %25'ini temsil eden pay sahiplerinin katılımı ile toplanabilir ve bu toplantıda temsil edilen paylara bağlı oy hakların çoğunluğu ile karar alabilir. Yönetim kurulu seçimi, yönetim kurulu üyelerinin ibrası, kar dağıtımı, denetçi seçimi gibi konularda karar alınabilmesi için bu nisaplara uyum sağlanması kural olarak yeterlidir.²⁰² Ancak TTK'da belirli kararların alınabilmesi için daha ağır nisaplar öngörülmektedir. Şirket açısından önemi daha yüksek olan bazı kararlar bakımından asgari olarak şirketin mevcut sermayesinin yarısını temsil eden pay sahiplerinin ilgili genel kurul toplantısına katılması ve bu paylara bağlı oy haklarının çoğunluğu ile karar alınması gereklidir. Bu noktada şirketin anayasası olan ve tüm ortaklık üzerinde etki doğuran esas sözleşmenin değiştirilmesi, TTK'nın 421 inci maddesinin birinci fıkrasında belirtilen işbu nitelikli nisaba bağlıdır. Öte yandan TTK'da %75 ve %100 oranında iki farklı ağırlaştırılmış nisap da bulunmaktadır. Şirketin işletme konusunun değiştirilmesi, imtiyazlı pay ihracı ve nama yazılı paylarının devrinin sınırlandırılması için şirket sermayesinin %75'ini temsil eden pay sahiplerinin söz konusu karara olumlu oy vermesi gerekmektedir. Öte yandan, şirket merkezinin yurt dışına taşınması ve pay sahiplerine bilanço zararlarının kapatılması için ek yükümlülükler yükletilmesi için de oybirliği aranmaktadır. Burada belirtmek gerekir ki söz konusu asgari toplantı ve karar nisapları TTK ile belirlenen nisaplar olup işbu nisapların esas sözleşmede öngörülmüş olması kaydı ile ağırlaştırılması mümkündür. Ancak esas sözleşmede hüküm bulunsa daha TTK'nın 418 inci maddesi ile 421 inci maddesinde yer alan nisaplar hafifletilemez.²⁰³

²⁰² Sinan Can Diren, 2018, **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirket Genel Kurulunda Toplantı ve Karar Yetersayıları**, s. 50.

²⁰³ Diren, **a.g.e.**, s. 57.

Erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda; yatırımcıların, şirket sermayesinin yaklaşık olarak %10'u ile %30'una karşılık gelen adette pay aldığı görülmektedir.²⁰⁴ Belirtilen pay sahiplik oranına sahip yatırımcının genel kurulda etki edebileceği karar sayısı oldukça sınırlıdır. Bu noktada yatırımcı, TTK'nın 421 inci maddesinin ikinci fıkrasında belirtilen ve oy birliği aranan kararlar dışında kalan kararlarda herhangi bir etki sahibi olamayacaktır. Şirketin hakim ortakları esas sözleşme değişikliği yaparak sahip olduğu paylara imtiyaz tanıyabilecek, bu imtiyazlar ile şirketteki menfaatlerini güçlendirebilecek, şirketin yönetim organını belirleyebilecek ve şirketi tamamen kendi menfaatlerine uygun şekilde kontrol edebilecektir. Girişim şirketlerinde hakim ortakların girişimciler olduğu dikkate alındığında; görece tecrübesiz olarak nitelendirilebilecek girişimcilerin, genel kurulda alacağı kararlar ile şirketin önemli malvarlığını yeterli karşılığı almadan satması gibi şirketin ticari geleceğini doğrudan etkileyen kararlar alabilmesi mümkündür. Bu noktada, önemli ticari kararlar bakımından kendisinin de onayının alınmasını gerektiğini düşünen yatırımcı; belirli kararları önemli genel kurul kararları olarak belirlemekte ve bu kararların alınması bakımından kendisinin de olumlu oy kullanmasını şart koşmaktadır. Söz konusu önemli kararlar belirlenirken yalnızca şirketin ticari geleceği ön planda tutulmayıp yatırımcının ticari beklentileri ve yatırımının korunması anlayışı da yatırımcılar tarafından da dikkate alınmaktadır. Örneğin şirketin yeni yatırım almak istemesi durumunda rüçhan hakkının kısıtlanması için şirket sermayesinin %60'ının olumlu oyu aranmaktadır. Bu noktada, şirket sermayesinin %10'una karşılık gelen adette paya sahip yatırımcının rüçhan hakkının kısıtlanmasına engel olması mümkün değildir. Rüçhan hakkı kısıtlanan yatırımcının pay sahiplik oranı azabilir ve yatırımcı nezdinde menfaat kaybı yaşanabilir. Bu durumda önüne geçmek isteyen yatırımcı rüçhan haklarının kısıtlanmasına ilişkin genel kurul kararlarını önemli nitelikte genel kurul kararı olarak nitelendirmekte ve bu

²⁰⁴ Erken aşama yatırımcılarının yaklaşık %10 ile %20'ye karşılık gelen adette pay aldığı görülmektedir. Grece Dandan, 2023, **How to prepare your cap table for seed funding?**, <https://openvc.app/blog/cap-table-seed-funding#:~:text=Seed%20round%20investors%20usually%20receive,the%20founders%20and%20their%20brand>. İdeal bir düzlemde erken aşama girişim şirketinin sermayesinin %10'una karşılık genel adette pay edinilse de bu rakam %20'ye kadar çıkabilmektedir. Ancak, bu oranın %25 olmasından girişimcilerin kaçınması gerekmektedir. Geoff Ralston, **A guide to seed fundraising**, <https://www.ycombinator.com/library/4A-a-guide-to-seed-fundraising> .

tarz işlemler için muhakkak kendi onayının veya yatırımcıların belirli bir kısmının onayının alınmasını talep etmektedir.

Esas sözleşme ile genel kurul karar nisaplarının ağırlaştırılması hususunun TTK bağlamında detaylıca değerlendirilmesi öncesinde globaldeki önemli nitelikteki genel kurul kararlarına olan yaklaşımın irdelenmesinde isabet olduğu düşünülmektedir.

BVCA'nın model dokümanlarında yer alan önemli nitelikteki genel kurul kararları özel olarak *Shareholders' Agreement*'ta düzenlenmektedir. Bu noktada, *Consent Matters* olarak belirtilen belirli kararların alınması bakımından imtiyazlı payların belirli bir çoğunluğuna sahip pay sahibi yatırımcıların onayı aranmaktadır. Buradaki belirli çoğunluğun tarafların ticari takdirleri doğrultusunda şekillendiği de ilgili dokümanda belirtilmektedir.²⁰⁵ Burada, *Consent Matters* olarak tanımlanan ve önemli nitelikteki genel kurul kararlarına karşılık gelen kararların kapsamını da kısaca değerlendirmekte fayda bulunmaktadır. Sermaye artırım ve yatırım alma ile ilgili kararlar, çalışan pay opsiyon planı oluşturulmasına ilişkin kararlar, kar dağıtımına ilişkin kararlar, birleşmelere ilişkin kararlar, halka arza ilişkin kararlar, iflas ve tasfiyeye ilişkin kararlar ve esas sözleşme değişikliğine ilişkin kararlar önemli nitelikteki genel kurul kararlarına karşılık gelen *Consent Matters*'ın kapsamını oluşturmaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri hukukunu merkeze alarak model dokümanlarını hazırlayan NVCA ise önemli nitelikli genel kurul kararlarına karşılık gelen kararları, *Preferred Stock Protective Provisions* olarak tanımlamış olup bu haklara Türk hukukundaki esas sözleşmeye karşılık genel *Certificate of Incorporation*'da yer vermektedir. NVCA dokümanlarındaki yaklaşım da BVCA'daki yaklaşım ile paralel olup bahsi geçen kararların alınması için imtiyazlı payların belirli bir oranına sahip yatırımcı pay sahiplerinin onayı gerekmektedir. Bahsi geçen önemli nitelikteki kararlar ise şu şekildedir: Tasfiye, fesih, birleşme ve benzeri yapı değişikliğine ilişkin kararlar, esas sözleşme değişikliğine ilişkin kararlar, yeni pay sınıflarının oluşturulmasına ilişkin kararlar, sermaye artırımına ve azaltımına ilişkin kararlar,

²⁰⁵ BVCA, **Shareholders' Agreement**, s. 10. Erişim için: <https://www.bvca.co.uk/Policy/Industry-guidance-standardised-documents/Model-documents-for-early-stage-investments>

kripto varlık ihracına ilişkin kararlar, belirli bir tutarı aşan borç sözleşmelerinin akdedilmesine ilişkin kararlar.²⁰⁶

Önemli nitelikteki genel kurul kararları, Startup Estonia'nın model dokümanlarında Türk hukukundaki esas sözleşmeye karşılık gelen *Articles of Association*'da düzenlenmektedir. Buradaki yaklaşım ise tüm payların ilgili toplantıda temsil edilmesi ve tüm pay sahiplerinin çoğunluğu ile karar alınması şeklindedir. Bahsi geçen kararlar ise özetle şu şekildedir: Esas sözleşme değişikliğine ilişkin kararlar, şirket sermayesinin değiştirilmesine ilişkin kararlar, yeni pay alma hakkı veren hukuki enstrümanlar ihraç edilmesine ilişkin kararlar, herhangi bir opsiyon planının esaslı bir şekilde değiştirilmesine ilişkin kararlar, birleşme ve bölünmeye ilişkin kararlar, kar dağıtımına ilişkin kararlar, yıllık raporun onayına ilişkin kararlar, yönetim kurulunun seçimine ilişkin kararlar.²⁰⁷

Önemli nitelikteki genel kurul kararlarına ilişkin olarak Türk hukukunda iki farklı yapıdan söz edilebilecektir. Bunlardan ilki doğrudan karar nisaplarının ağırlaştırılması iken diğeri ise kararların alınması bakımından imtiyazlı paya sahip pay sahiplerine veto hakkı tanınmasıdır.

Daha önce de belirtildiği üzere TTK'nın 418 inci maddesinde yer alan düzenleme nisbi emredici bir niteliktedir. Başka bir ifade ile esas sözleşmeye hüküm eklenerek genel kurul kararlarının alınması bakımından kanunda belirtilenden daha ağır nisaplar öngörülebilmektedir. Ancak kanun koyucu TTK'da birden fazla birbirinden farklı karar nisabı öngörerek sermaye demokrasisine kapsamında azınlığın da belirli kararlara katılmasını istemiş olacak ki yüksek önem arz eden kararlarda nitelikli çoğunluklar öngörmüştür.²⁰⁸ Bu noktada, azınlık pay sahiplerinin ilgili genel kurul toplantısına katılmayarak şirketin karar alma mekanizmasının tıkanmasına yol açmaması gerektiği hususu da göz ardı edilmemelidir. Nitekim, kanun koyucu, nisapların pay sahipleri tarafından ve esas sözleşme aracılığıyla ağırlaştırılmasına izin verirken ortaklığın ekonomik ve hukuki varlığının devamını da gözetmekte ve

²⁰⁶ NVCA, **Certificate of Incorporation**, s. 8 vd. Erişim için: <https://nvca.org/model-legal-documents/>.

²⁰⁷ Startup Estonia, **Articles of Association**, s. 3 vd. Erişim için: <https://startupestonia.ee/resources/model-documents/>.

²⁰⁸ İbrahim Çağrı Zengin, 2020, **Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Yeter Sayılar**, s. 339.

ağırlaşan nisaplar nedeniyle şirketteki dengenin belirli pay sahipleri lehine bozulmasını arzu etmemektedir.²⁰⁹

Öte yandan önemli nitelikteki genel kurul kararları bakımından ikili bir ayrıma da gidilmesi gerekmektedir. TTK'nın 418 inci maddesi esasında genel kurul toplantılarına ilişkin toplantı ve karar nisaplarını düzenleyen genel bir hüküm olmasına rağmen TTK'nın 421 inci maddesi özel nitelikli bir düzenlemedir. Nitekim, TTK'nın 421 inci maddesinde düzenlenen konular, esas sözleşme değişikliklerindeki toplantı ve karar nisaplarıdır.

TTK'nın 418 inci maddesinde esas sözleşme ile ağırlaştırılabileceği değerlendirilen nisabın toplantı yeter sayısı olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, TTK'nın 421 inci maddesinde açık bir şekilde çoğul ifade kullanan kanun koyucu 418 inci madde özelinde tekil bir yazım dili kullanmıştır. Kaldı ki esas sözleşmede yer verilmesi kaydı ile nisap ağırlaştırmasına gidilebileceğini belirten 418 inci maddenin birinci fıkrasında yalnızca toplantı yeter sayıları düzenlenmektedir. Karar nisabına ilişkin düzenleme aynı maddenin ikinci fıkrasında yer almakta olup bu maddenin başında esas sözleşme ile karar yeter sayılarının ağırlaştırılabileceğine ilişkin herhangi bir ifade bulunmamaktadır.²¹⁰ Bu nedenle genel kurul toplantılarındaki ana kuralın (TTK'nın 421 inci maddesi saklı kalmak kaydı ile), yalnızca toplantı yeter sayılarının esas sözleşme ile ağırlaştırılabilmesi olduğu değerlendirilmektedir. Karar yeter sayısının ağırlaştırılmasının aynı maddenin ikinci fıkrası uyarınca mümkün olmadığı sonucuna varılmaktadır. İlgili fıkra göre, “*Kararlar toplantıda hazır bulunan oyların çoğunluğu ile verilir.*”. Bir diğer değerlendirilmesi gereken konu ise ağırlaştırılmış nisap ile toplanamayan genel kurula ilişkin ikinci gerçekleştirilen genel kurulda hangi toplantı nisaplarının uygulanacağıdır. 418 inci maddenin birinci fıkrasının devamında, son cümlede, bu duruma ilişkin yer verilen düzenleme şu şekildedir: “*İlk toplantıda anılan nisaba ulaşamadığı takdirde, ikinci toplantının yapılabilmesi için nisap aranmaz.*”. Bu bahisle her ne kadar esas sözleşmede toplantı nisabını ağırlaştıran bir düzenleme bulunsa da ilk genel kurul toplantısının, toplantı yeter sayısına ulaşamaması nedeniyle toplanan ikinci genel kurulda esas

²⁰⁹ Zengin, **a.g.e.**, s. 351 vd.

²¹⁰ Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 1994/6656 E., 1994/4986 K. ve 13.06.1994 tarihli kararına göre, “*anonim ortaklıkta bulunan D grubu pay sahiplerinin tümünün olumlu oyu olmadıkça anonim ortaklık esas sözleşmesinin değiştirilmesinin olanaksız olduğuna ilişkin esas sözleşme hükmü geçerlidir.*”

sözleşmedeki ağır nisapların uygulanmayacağı sonucuna varılmaktadır. Kanun koyucu ikinci genel kurul toplantısı bakımından yapılandırılmış demokrasiyi ikinci plana atmış olup şirket faaliyetlerinin aksamamasını öncelemiştir.²¹¹

Öte yandan değerlendirilmesi gereken bir diğer önemli konu, TTK'nın 418 inci maddesinin üçüncü fıkrasındaki karar yeter sayısının esas sözleşme ile ağırlaştırılıp ağırlaştırılamayacağıdır. TTK'da esas sözleşme ile ağırlaştırılmasına izin verilen nisaplar açıkça belirtilmesine rağmen TTK'nın 418 inci maddesinin üçüncü fıkrasında böyle bir açık izne yer verilmemiş olması işbu fıkra kapsamında karar yeter sayısının ağırlaştırılamayacağı anlamına gelmektedir.²¹² Son olarak TTK'nın 418 inci maddesi ile korunmak istenen husus, ortaklığın devamı ve faaliyetleridir. TTK'nın 421 inci maddesi ile korunmak istenen konu ise pay sahipleri arasındaki ilişkidir.²¹³

TTK'nın 418 inci maddesinin birinci fıkrası dışında kalan genel kurul kararları bakımından karar yeter sayılarının esas sözleşme ile artırılabilceği değerlendirilmektedir. Nitekim, daha önce de belirtildiği üzere TTK'nın 421 inci maddesi ile amaçlanan ortaklar arası dengenin korunmasıdır. Bu noktada ele almakta yarar gördüğümüz bir diğer husus, esas sözleşmede öngörülen veto hakkına yönelik düzenlemelerdir. Bu düzenlemelerin, genel kurulda karar almayı zorlaştıracı etkisi nedeniyle, yeter sayıların ağırlaştırılması kapsamında değerlendirilip değerlendirilemeyeceği ve bu bağlamda geçerli kabul edilip edilemeyeceği konusu önem arz etmektedir.²¹⁴ Özellikle erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda, önemli genel kurul kararların alınabilmesi için belirli bir yatırımcının ilgili karara katılması gerektiği şeklinde kurgulanmış düzenlemeler görülmektedir. Esasında kamu hukukuna ilişkin bir terim olan veto hakkı, belirli bir pay sahibinin veya pay sahibi grubunun tek başına, belirli bir genel kurul kararının alınmasına engel olmasını ifade etmektedir. Limited şirketlerde izin verilen ve TTK'nın 577 inci maddesinde yer alan veto hakkının anonim şirketlerde de uygulanabilir olduğuna ilişkin açık bir düzenleme bulunmadığı gibi TTK'nın gerekçesinde bu yaklaşımdan kaçınıldığı da görülmektedir. TTK'nın 480 inci maddesinin gerekçesine göre, "6762 sayılı Kanunun m. 405 (1)'in -bazı değişikliklerle - yerini alan ve tek borç ilkesine açıkça yer veren bu hüküm, anonim şirketlerde, Tasarı ile ona dayalı esas sözleşme

²¹¹ Zengin, a.g.e., s. 345 vd.

²¹² Zengin, a.g.e., s. 353.

²¹³ Zengin, a.g.e., s. 355.

²¹⁴ Zengin, a.g.e., s. 376 vd.

düzenini egemen kılmayı, borçlar hukuku sözleşmeleriyle oluşturulabilecek yan düzenin esas sözleşme düzenini ortadan kaldırmasına sınırsız bir şekilde izin vermemeyi amaçlamaktadır. "Paysahipleri sözleşmesi" veya "ortaklar sözleşmesi" diye Türkçeye çevrilen, ancak dünyada "shareholders agreement" terimi ile adlandırılan, bazen de "joint-venture sözleşmesi" başlığını taşıyan, son yılların dünya çapında en "popüler" atipik sözleşmesi olan bu sözleşme, yabancı öğretide kullanılan terim ile esas sözleşme düzeni yanında, çoğu kez ona ve kanuna hükmeden veya ikisini de birden bertaraf eden bir "yan düzen" yaratmıştır. Ulusal hukukun uygun görmediği ve bu sebeple emredici hükümlerle koruma altına aldığı hemen hemen her menfaat veya hak (çoğu kez) yan düzenle ya zedelenmekte ya da sınırlandırılmaktadır. Bu yan düzen güçlüye, hukukunu getirmek, hakimiyet kurmak, istediği an istediği fiyatla karşı tarafın paylarını almak veya paylarını satmak hakkını sağlamaktadır. Veto hakları da bu düzenin önemli silahıdır. Kara Avrupası hukukları olabildiği oranda bu yan düzeni sınırlamaya çaba harcamaktadır.”. Kaldı ki TTK’nın 391 inci maddesinin gerekçesinde de kanun koyucunun anonim şirketler özelinde veto hakkına yaklaşımının pozitif olmadığı bir kez daha ortaya konulmaktadır.²¹⁵ Öncelikle belirtmek gerekir ki veto hakkının geçerliliğinin tartışılabilmesi için söz konusu veto kararının TTK’nın 418 inci maddesinin kapsamında kalmıyor olması gerekmektedir.²¹⁶ Her ne kadar veto hakkı belirli bir kararın alınmasının önüne geçmeyi ifade etse de veto hakkı kapsamında reddedilmiş genel kurul kararları da esasında olumsuz bir genel kurul kararıdır. Bu noktada, anonim şirketlere hakim olan çoğunluk ilkesinin terkedilmemesi gerekmektedir. Bu da söz konusu veto hakkının ilgili karar bakımından geçerli olması için söz konusu veto hakkının o karar için gerekli asgari çoğunluğa tanınması gerektiği sonucunu doğurmaktadır.²¹⁷

Son olarak imtiyazlı paylara tanınan veto haklarına da değinmekte fayda olduğu düşünülmektedir. Nitekim, yukarıda model dokümanlarda yer alan önemli nitelikteki genel kurul kararlarında da görüldüğü üzere, söz konusu kararların alınması yatırımcıların sahip olduğu imtiyazlı payların belirli bir oranına endekslenmiştir. Türk girişim sermayesi ekosisteminde tercih edilen yöntem de model dokümanlarla paraleldir. Önemli nitelikteki genel kurul kararlarının alınması için azınlık niteliğindeki yatırımcıların sahip olduğu imtiyazlı payların belirli bir oranının ilgili

²¹⁵ Abuzer Kendigelen, 2011, **Gerekçeli-Karşılaştırmalı Yeni Türk Ticaret Kanunu**, s.598

²¹⁶ Zengin, **a.g.e.**, s. 382.

²¹⁷ Zengin, **a.g.e.**, s. 383.

karara ilişkin olumlu oy vermiş olması gerektiği pay sahipleri sözleşmesinde kararlaştırılmakta ve sıklıkla da esas sözleşmeye bu hükümler yansıtılmaktadır. Bu noktada, veto hakkının imtiyazlı paylar aracılığıyla belirli pay sahiplerine tanınması tüm ortaklığın uyuşan iradesine rağmen belirli pay sahiplerinin söz konusu kararın alınmasına engel olmasına imkan tanıyacağı, bu nedenle de veto haklarının çoğunluk ve orantılılık ilkesine aykırı düşeceği öğretide kabul görmektedir.²¹⁸ Burada, adeta kişiye bağlı bir veto hakkı söz konusu olmaktadır. Bu da ortaklığı bir sermaye ortaklığından ziyade şahıs ortaklığı haline getirecektir.

Belirli bir pay grubuna belirli genel kurul kararı alınması bakımından tanınan veto hakkına getirilen bir diğer eleştiri ise bu veto hakkı ile oyda imtiyazın uygulanamayacağı genel kurul kararlarının dolanılabilmesidir. Nitekim, TTK'nın 479 uncu maddesinin üçüncü fıkrasına göre, *“Oyda imtiyaz aşağıdaki kararlarda kullanılamaz: a) Esas sözleşme değişikliği. b) (Mülga: 26/6/2012-6335/43 md.) c) İbra ve sorumluluk davası açılması.”*

Netice olarak, belirli genel kurul kararlarının alınmasında yatırımcıların sahip olduğu imtiyazlı payların belirli bir kısmının onayının aranmasında; söz konusu oranın veto hakkı niteliğinde olmaması gerekmektedir. Ancak erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlardaki oranın sıklıkla veto hakkı mahiyetinde olduğu dikkate alındığında ilgili nitelikli nisapların ne şekilde ifade edilmesi gerektiği sorusu akıllara gelmektedir. Her ne kadar esas sözleşmede yer almasına rağmen veto hakkı niteliğinde olması nedeniyle korporatif etki doğurmayan düzenlemelerin yorum kuralı ile ayakta tutulması mümkün olabilecektir. Ancak bu noktada dikkat edilmesi gereken bir husus bulunmaktadır. Nitekim söz konusu düzenleme ile genel kurul aracılığıyla negatif kontrol oluşturmak amacı güdülmektedir. Geçersiz olduğu değerlendirilen genel kurul karar nisapları düzenlemesinin yorum yolu ile ayakta tutulabilmesi için sözleşmenin yorum düzenlemesinde bu konuya açıkça yer verilmesinin faydalı olacağını değerlendiriyoruz. Bu yorum kuralı neticesinde, ilgili kararların alınması için genel kurul öncesinde sözleşmesel düzlemde belirli bir oranı temsil eden yatırımcılardan onay alınması gerektiği sonucuna varılabilecektir. Ancak günün sonunda bu karar genel kurul nezdinde alınacağından pay sahipleri arasında genel

²¹⁸ S. Anlam Altay, 2009, **Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler [Equity Joint Ventures]**, s. 494.

kurulda, yatırımcıların verdiği ön karara uygun karar alınacağına ilişkin oy sözleşmesi akdedilmesinin de isabetli olduğu değerlendirilmektedir.

4.2.Yönetim Kuruluna Aday Gösterme İmtiyazı

Erken aşama girişim şirketlerinde; yatırımcının, girişim şirketini kontrol etme noktasında kullandığı bir diğer hukuki enstrüman ise yönetim kurulunda temsil imtiyazıdır. Yönetim kurulunda temsil imtiyazı tek başına bir kontrol sağlamamakta olup bu yatırımcı hakkının önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları ile birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir. Ancak önemli nitelikteki yönetim kurulu kararlarına geçmeden önce yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının anlaşılması önem taşımaktadır.

Erken aşama girişim şirketlerine yatırım yapan yatırımcının, girişim şirketinde sınırlı bir kontrol almak istediğine çalışmanın önceki kısımlarında değinilmiştir. Nitekim, erken aşamadaki girişim şirketinin gelişiminde kritik rol oynayan kişiler girişimcilerdir. Yatırımcı, girişim şirketini yalnızca önemli nitelikteki işlemler bakımından kontrol etmeyi amaçlamakta ve şirketin ana faaliyet konusunda veya girişim şirketini büyük yükümlülükler altına sokmayan işlemlerde kontrolü girişimcilere bırakmak istemektedir.²¹⁹ Bu nedenle yönetim kurulunun çoğunluğunun girişimcilerden oluşmasında bir sakınca görmeyen yatırımcılar, yönetim kurulunda oy sayısı ile çoğunluk oluşturmayacak adette yönetim kurulu üyesini belirleme hakkını talep etmektedir.

Yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazını Türk girişim sermayesi ekosistemi özelinde değerlendirmeden önce global örneklerde benzer kapsamdaki yatırımcı haklarının ne şekilde ele alındığını da incelemekte fayda bulunmaktadır. BVCA'nın model dokümanlarında yönetim kurulu üyesi belirleme imtiyazı *Articles of Association*'da düzenlenmekte olup girişimcilerin Şirket ile arasında profesyonel ilişki sürdüğü süre boyunca girişimcilerin yönetim kurulu üyesi olacağı belirtilmektedir. Öte yandan yatırımcıların sahip olduğu A grubu imtiyazlı payların çoğunluğunu temsil eden yatırımcıların da yönetim kurulu üyesi belirleme hakkı bulunmaktadır. Ek olarak, yatırımcılar bu hakkı sahip olduğu A grubu imtiyazlı payların, şirketin toplam

²¹⁹ Kurumsal risk sermayelerinin yaptığı yatırımda bu amaçtan uzaklaşıldığı görülmektedir. Nitekim, kurumsal nitelikli yatırımcı şirket faaliyetleri konusunda oldukça tecrübeli olduğundan ve günün sonunda stratejik bir yatırım kararı aldığından şirket yönetiminde daha aktif olmaktadır.

paylarına oranının %10'un altına düşmesi durumunda kullanamayacaktır. NVCA'nın *Certificate Of Incorporation* belgesinde düzenlenen yönetim kuruluna üye belirleme imtiyazı da BVCA'nın örneği ile benzerdir. Yatırımcıların sahip olduğu payların çoğunluğunun kararı ile yönetim kuruluna bir adet yatırımcı yönetim kurulu üyesi belirlenebilmektedir. Bu hakkın kullanılması için de yatırımcı paylarının şirket paylarına olan oranının belirli bir seviyenin üstünde olması beklenmektedir. SVCA'nın *Shareholders' Agreement*'inde yer alan yönetim kurulu üye belirleme hakkı, yatırımcının belirli bir oranda pay sahibi olması durumunda kullanabileceği bir hak olarak belirlenmiştir.

Görüldüğü üzere yönetim kurulu üyesi belirleme hakkı bakımından yatırımcıların asgari olarak toplam şirket paylarının belirli bir oranına sahip olması ön şartı aranmakta olup bu şartın sağlanması durumunda yatırımcıların sahip olduğu payların belirli bir çoğunluğu ile bir yatırımcı yönetim kurulu üyesi belirlenmektedir. Bu noktada, yatırımcıların temsil ettiği oyların yüzde kaç ile yatırımcı yönetim kurulu üyesinin belirleneceği konusu tarafların sözleşmedeki güç dengelerine bağlı olarak değişkenlik gösterebilecektir.

Türk girişim sermayesi ekosisteminde de yönetim kurulu üye belirleme hakkı bakımından benzer bir yaklaşım olduğu ifade edilebilir. Yatırımcılar için ihraç edilmiş imtiyazlı payların belirli bir oranı ile yatırımcılar tarafından yönetim kurulu üyesi belirlenmektedir. Global örneklerde yer alan mekanizma ile Türk ekosistemi arasında TTK'dan kaynaklanan doğrudan bir farklılık bulunmaktadır. TTK'da yönetim kurulunda temsil imtiyazına açıkça yer verilmiş olsa da bu imtiyaz ile global örneklerden farklı olarak yönetim kurulu üyesi, doğrudan yatırımcılar tarafından belirlenmemekte olup genel kurulda seçilmek üzere aday gösterilmektedir. Bir başka ifade ile yatırımcılar yönetim kurulunda yer almasını istedikleri kişiyi/kişileri aday göstermekte ve gösterilen adaylar arasından bir veya birden fazla kişi yönetim kurulu üyesi olarak genel kurul tarafından seçilmektedir. Bu noktada, TTK'da yer alan yönetim kurulunda temsil imtiyazını daha detaylıca incelemenin faydalı olacağı değerlendirilmektedir. TTK'nın 360 ıncı maddesinin birinci fıkrasına göre, "*Esas sözleşmede öngörülme şartı ile, belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilir. Bu amaçla, yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçileceği esas sözleşmede*

öngörülebileceği gibi, esas sözleşmede yönetim kurulu üyeliği için aday önerme hakkı da tanınabilir. Genel kurul tarafından yönetim kurulu üyeliğine önerilen adayın veya hakkın tanındığı gruba ve azlığa mensup adayın haklı bir sebep bulunmadığı takdirde üye seçilmesi zorunludur. Bu şekilde tanınacak temsil edilme hakkı, halka açık anonim şirketlerde yönetim kurulu üye sayısının yarısını aşamaz. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin düzenlemeler saklıdır.”.

TTK’nın 360 ıncı maddesinde de belirtildiği üzere belirli grup paylara sahip pay sahiplerinin yönetim kurulunda temsilini sağlamak için paylara imtiyaz tanınabilmektedir. Bu imtiyaz doğrudan üye seçiminden ziyade seçilecek üyenin aday gösterilmesine ilişkindir. Her ne kadar imtiyazlı paylar doğrudan üyenin seçimini (atamasını) yapmasa da genel kurul, imtiyazlı pay sahiplerinin aday gösterdiği kişiler arasından yönetim kurulu üyesi seçmek zorunda olduğundan pratikte işbu üyeler imtiyazlı pay sahipleri tarafından belirlenmiş olmaktadır.

Esas sözleşmede aksi belirtilmedikçe genel kurul toplantısına katılanların çoğunluğu ile seçilen yönetim kurulunun belirlenmesi kural olarak hakim ortağın kontrolündedir. Bu noktada azınlık pay sahipleri yönetim kurulunda temsil edilmeyecek olup şirket yönetimine yalnızca genel kurul aracılığıyla sınırlı oranda katılım sağlayabilecektir.²²⁰ Bu durumun önüne geçmek isteyen kanun koyucu TTK’nın 360 ıncı maddesi ile azınlık pay sahiplerinin de şirketin yönetim kurulunda temsiline izin veren imtiyazlara esas sözleşmede yer verilebileceğini hükme bağlamıştır. Kaldı ki, şirkete karşı sadakat yükümlülüğü olan yönetim kurulu üyelerinin gerçekleştirecekleri işlemlerde şirket menfaatlerini ön planda tutmaları beklense de kendilerine seçen pay sahiplerine olan seçilme borçları ve çoğunluk tarafından azledilebilme endişesi nedeniyle her zaman çoğunluk pay sahiplerinin taleplerine daha yakın bir yönetim anlayışı ile hareket etmeleri muhtemeldir.²²¹

Yönetim kurulunda temsil imtiyazını esas sözleşmeye derci noktasında dikkat edilmesi gereken üç ana nokta bulunmaktadır: (i) Söz konusu imtiyazın esas sözleşmede öngörülmüş olması, (ii) belirlilik prensibi ve (iii) üstün hak gerekliliği.²²² Esas sözleşme ile öngörülme şartı TTK’nın 360 ıncı maddenin lafzından açıkça

²²⁰ Fatih Ölmez, 2021, **Belirli Grupların Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Temsili**, s. 47.

²²¹ Abuzer Kendigelen, 2003, **Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz**, s. 182.

²²² Ölmez’e göre, paya sahip olma hususu da temsil imtiyazı tanınmasının ön şartlarından biridir.

anlaşılan imtiyazın esas sözleşmede düzenleniyor olmasını ifade etmektedir. Belirlilik ilkesi ise imtiyazın içeriğine ve kime (hangi grup paya) tanındığının belirli olmasını ifade etmektedir. Üstün hak prensibi ise TTK'da belirlenenden daha farklı bir hakkın tanınmasına karşılık gelmektedir. Bir başka ifade ile TTK'nın genel düzenlemelerine tabi bir paya nazaran daha üstün hakların tanınması üstün hak prensibi olarak ifade edilebilir.

Yönetim kurulunda temsil imtiyazının tanınabilmesi için aranan şartlara değindikten sonra kısaca işbu temsil imtiyazının tanınabileceği gruplara da değinilmesinde fayda görülmektedir. TTK'nın 360 ıncı maddesine göre, yönetim kurulunda temsil imtiyazı üç farklı gruba tanınabilecek olup bu gruplar; (i) pay grupları, (ii) belirli bir grup oluşturan pay sahipleri ve (iii) azınlıktır.

Belirli bir pay grubuna imtiyaz tanınması, esas sözleşme ile farklı gruplara bölünen paylara imtiyaz tanınmasıdır. Başka bir ifade ile şirketin A grubu ve B grubu gibi iki farklı pay grubunun olması durumunda A grubu paylara yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınması; paylara tanınan imtiyazın açık bir örneğidir.²²³ Özellikle girişim sermayesi yatırımlarında bu metot ile yatırımcılara yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınmaktadır. Örneğin, yalnızca iki girişimci ve bir kurumsal yatırımcının pay sahibi olduğu girişim şirketinde; girişimcilerin paylarının A grubu, yatırımcının paylarının B grubu olduğu bir yapıda, şirketin azınlık pay sahiplerinden olan kurumsal yatırımcının yönetim kuruluna üye belirleyebilmesini teminen B grubu paylara yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınmamaktadır.²²⁴ Ayrıca, belirli bir pay grubuna imtiyaz tanınması durumunda, söz konusu imtiyazlar o gruba dahil tüm paylara tanınmış olmakta, korporatif etki doğurmakta ve payların devri ile kural olarak bu imtiyazlar da paya bağlı olduğundan devredilmektedir.

Son olarak yalnızca bir adet paydan oluşan pay grubuna da imtiyaz tanınabileceği savunulsa da²²⁵ özellikle yönetim kurulu 2 üyeden oluşan şirketlerde bu tarz bir

²²³ Ölmez, **a.g.e.**, s. 147.

²²⁴ Bir diğer tartışma konusu ise payların nama yazılı ve hamiline yazılı pay şeklinde gruplandırılarak bu gruplara yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınip tanınamayacağıdır. Nama yazılı ve hamiline yazılı payların da esas sözleşmede belirtiliyor olması ve esas sözleşme değiştirilmeden payların, nama yazılı veya hamiline yazılı nitelikleri de değiştirilemediğinden; nama yazılı ve hamiline yazılının pay grubu oluşturduğu sonucuna varılabilir. Bu durumda da bu pay gruplarından herhangi birine (örneğin nama yazılı paylara) esas sözleşme ile imtiyaz tanınması mümkündür.

²²⁵ Ölmez, **a.g.e.**, s. 150.

imtiyazın sermayeye katılma oranına göre haklardan yararlanma ilkesini anlamsız hale getireceği değerlendirilmektedir.

Yönetim kurulunda temsil imtiyazının tanınabileceği bir diğer grup ise belirli bir grubu oluşturan pay sahipleridir. TTK, imtiyaz tanınacak grubun belirli nitelik ve özellikler bakımından aynı kapsamda değerlendirilmesini aramaktadır. eTTK’da yalnızca paya tanınmasına izin verilen yönetim kurulunda temsil imtiyazı, TTK ile birlikte belirli bir grubu oluşturan pay sahiplerine de yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınmasına da imkan sağlanmaktadır.²²⁶

TTK ile gelen bu yeni düzenlemenin daha iyi anlaşılabilmesi için “*özellik ve nitelik*” ifadesinin kapsamının detaylıca değerlendirilmesi önem arz etmektedir. Özellikle yönetim kurulunda temsil imtiyazında söz konusu olan belirlilik ilkesi uyarınca, şirket esas sözleşmesinde aynı gruba ait pay sahiplerinin hangi “*özellik ve nitelik*” itibarıyla aynı kapsamda olduğunun düzenleniyor olması gerekmektedir.²²⁷ Başka bir ifade ile yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınmak istenen pay sahiplerinin özellik ve niteliklerinin esas sözleşme ile somutlaştırılıyor olması gerekmektedir. Bu somutlaştırmada; eğitim durumu, meslek grubu, şirketler bakımından faaliyet alanları gibi farklı konular esas alınabilir.²²⁸ Önemli olan somutlaştırmanın objektif ve tartışmaya mahal vermeyecek şekilde belirli olmasıdır.

Değinilmesi gereken bir diğer önemli konu ise grup ifadesine ilişkindir. Şirket pay sahiplerinden yalnızca birine ait bir özellik veya niteliğin somutlaştırılması durumunda dahi TTK’nın 360 ıncı maddesine uygun bir somutlaştırma yapıldığı ifade edilebilecektir. Kaldı ki, belirtilen özelliklerden şirketin herhangi bir pay sahibi olmasa dahi somutlaştırma esas sözleşmeye derç edilebilecektir. Somutlaştırmanın belirli olmasının yanında bu belirliliğin de devam etmesi gerekmektedir. Bu nedenle, süreklilik arz eden şekilde belirli olmayan pay sahipleri grubu somutlaştırmalarının yeterli olmadığı değerlendirilmektedir.²²⁹

²²⁶ Ölmez, **a.g.e.**, s. 151.

²²⁷ Ersin Çamoğlu, **6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili**, s. 4. İsmail Kırca, Feyzan Hayal Şehirli Çelik, Çağlar Manavgat, 2013, **Anonim Şirketler Hukuku C. I**, s. 428.

²²⁸ TTK’nın gerekçesinde, “*Paysahibi grupları arasında yan sanayi mensupları, bayiler vs. yer alabilir.*” ifadesine yer verilmektedir.

²²⁹ Abuzer Kendigelen, 2001, **İsviçre Hukukunda Farklı Pay Sahibi Kategori veya Gruplarının Şirket Organlarında Temsili**, s. 385. Rauf Karasu, 2016, **Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı**, s. 31.

Pay sahipleri grubuna imtiyaz tanınmasının özellikle girişim sermayesi yatırımları bakımından önemli bir imkan olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, henüz erken aşama olarak nitelendirilmesine rağmen üç veya dört yatırım turunu tamamlamış bir girişim şirketine her bir turun lider yatırımcısı için ihraç edilmiş farklı pay grupları bulunmaktadır. Bu noktada, yatırımcıların yönetim kurulunda temsil edilmesi için pay grupları üzerinden bir imtiyaz tanınması güç olacaktır. Nitekim, tüm yatırımcılar farklı pay gruplarına tabi paylara sahiptir. Tüm yatırımcıların aynı pay grubuna tabi paylara sahip olması durumunda elbette bu şekilde bir sorun ile karşılaşılmayacaktı. Bu durumda, yatırımcıların sahip olduğu (örneğin) B grubu payların çoğunluğu ile temsil imtiyazı kullanılabilecekti. Fakat, girişim sermayesi ekosisteminin şartları dikkate alındığında istisnai durumlar hariç olmak üzere²³⁰ yeni yatırımcının önceki tur yatırımcılarından ayrılan haklara sahip ayrı (yeni) bir grup paya sahip olmak istediği görülmektedir. Bu da yatırımcıların tek bir pay grubunda toplanması ihtimalini düşürmektedir. Bu noktada, belirli pay sahiplerine (yatırımcı grubuna) yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınarak yatırımcıların yönetim kontrolünün dizayn edilmesi kayda değer bir opsiyon olarak değerlendirilebilecektir. Söz konusu temsil imtiyazının tanınmasına ilişkin olarak yatırımcı grubunun hangi özellik ve nitelikleri kapsamında gruplandırılacağı de cevaplanması gereken diğer bir konudur. Esas sözleşmede şirkete yatırım yapan yatırımcılar şeklinde bir gruplandırmanın belirlilik ilkesine uygun düşmeyeceği değerlendirilmektedir. Bu noktada, daha objektif bir somutlaştırma yapılması gerekmektedir. Bu somutlaştırmanın yapılmasında esas alınacak noktanın “yatırımcı” sıfatı olduğu dikkate alındığında “yatırımcı” sıfatının nasıl somutlaştırılacağına değerlendirilmesi gerekmektedir. Çalışmanın önceki kısımlarında bahsedildiği üzere, yatırımcılar belirli bir *pre-money valuation* (yatırım öncesi değerlendirme) veya *post-money valuation*’ı (yatırım sonrası değerlendirme) esas alarak şirkete pay sahibi olmaktadır. Bu noktada şirkete belirli bir değerlendirme üzerinden belirli bir tutarın üzerinden yatırım yapan kişilerin yatırımcı olduğu şeklinde bir gruplandırma yapılabileceği düşünülmektedir. Gruplandırmanın daha da belirli hale getirilmesini teminen gruplandırmaya yatırımcıların hukuki kişilikleri üzerinden birkaç objektif unsur da eklenebilir. Örneğin, şirkete belirli bir değerlendirme üzerinden

²³⁰ Yakın zaman içerisinde benzer değerlemelerle benzer tutarlarda yatırım alınması durumunda yeni gelen yatırımcının önceki turun yatırımcısı ile aynı pay grubuna sahip olmayı kabul ettiği görülmektedir. Tam anlamıyla bir yatırım turundan ziyade özel amaçlarla gerçekleştirilen *bridge round*’larda (köprü yatırım turu) da benzer bir durum söz konusu olabilmektedir.

belirli bir tutarın üzerinden yatırım yapan girişim sermayesi yatırım fonları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve girişim şirketlerine yatırım yapma amacına özgülenmiş anonim şirketlerin²³¹; yatırımcı pay sahibi grubunun oluşturacağına ilişkin düzenlemelerin belirlilik ilkesine de uygun düşeceği değerlendirilmektedir.

TTK'nın 360 ıncı maddesine göre, yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınabilecek son grup ise azınlıktır.

TTK'nın 411 inci maddesine göre, halka kapalı ortaklıklarda sermayenin en az %10'unu temsil eden pay sahipleri azınlık olarak değerlendirilmektedir. Ancak, TTK'nın 360 ıncı maddesinde belirtilen azınlık, esas sözleşmede belirtilen oranda paya sahip pay sahipleri olarak değerlendirilmektedir. Başka bir ifade ile esas sözleşmede şirket sermayesinin %30'unu temsil eden pay sahiplerinin azınlık olarak tanımlanması durumunda yönetim kurulu temsil imtiyazı tanınabilecek azınlık da işbu şirket sermayesinin %30'una sahip pay sahipleridir.²³² Azınlığa yönetim kurulu temsil imtiyazı tanınması özellikle belirlilik ilkesi bakımından değerlendirilmiş ve eleştiri konusu olmuştur. Nitekim, azınlık ifadesi her ne kadar esas sözleşme ile somutlaştırılmaya çalışılsa da doğası gereği bir belirsizlik içermektedir. *Çamoğlu*, şirket sermayesinin %30'una karşılık genel pay sahiplerinin azınlık olarak değerlendirilmesi ve yönetim kurulunda temsil imtiyazına sahip olması durumunda; işbu %30'a karşılık gelen pay sahiplerinin değişebileceği eleştirisinde bulunmuştur.²³³ Kaldı ki şirket sermayesinin çoğunluğuna sahip olan ve herhangi bir imtiyaza sahip olmasa da yönetim kurulunu belirleme gücü olan pay sahibi de yukarıda verilen azınlık tanımının kapsamına girmektedir. Bu nedenle söz konusu hak her ne kadar azınlık için düzenlenmiş olsa da pratikte bu hak azınlık tarafından kullanılamayabilir.²³⁴

Temsil imtiyazı tanınmasının ön şartlarına, temsil imtiyazı tanınabilecek gruplara değinildikten sonra son olarak temsil yöntemlerine değinilecektir. TTK'nın 360 ıncı maddesi uyarınca iki farklı yapı ile yönetim kurulunda temsil imtiyazı

²³¹ Her ne kadar girişim sermayesi yatırım fonları ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının temel amacının SPK düzenlemeleri çerçevesinde girişim şirketlerine yatırım yapmak olduğu dikkate alınsa da anonim şirketlerde böyle bir zorunluluk bulunmamaktadır. Bu bahisle girişim sermayesine yatırım yapan anonim şirketlerin daha belirli hale getirilmesini teminen en az bir girişim şirketine yatırım yapmış anonim şirketlerin girişim sermayesi yatırımı yapan anonim şirketler olduğu da kabul edilebilecektir.

²³² Ayşe Sumer, 1991, **Anonim Ortaklıklarda Azınlık Haklarının Korunması ve Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi**, s. 17.

²³³ *Çamoğlu, a.g.e.*, s. 2.

²³⁴ *Ölmez, a.g.e.*, s. 169.

tanınabilmektedir: (i) yönetim kuruluna aday gösterme veya (ii) yönetim kurulunun temsil imtiyazını haiz kişiler veya paylara sahip kişiler arasından seçilmesi. Başka bir ifade ile BVCA, NVCA, SVCA gibi kurumların yayımlamış olduğu model dokümanlarda doğrudan yatırımcıların yönetim kuruluna üye seçeceği bir yapı, TTK uyarınca mümkün değildir.²³⁵

Yönetim kurulu temsil imtiyazının; yönetim kurulu üyelerinin hak sahipleri arasından genel kurul tarafından seçilerek kullanılmasının aday gösterme mekanizmasına göre operasyonel olarak daha kolay olduğu değerlendirilmektedir.²³⁶ Nitekim, bir aday gösterme süreci olmadığından doğrudan genel kurulda seçim gerçekleşmektedir. Örneğin, B grubu paylara yönetim kurulunda temsil imtiyazı tanınmışsa ve bu imtiyaz da yönetim kurulu üyesinin B grubu pay sahipleri arasından seçileceği şeklinde ise genel kurul B grubu pay sahiplerinden birini yönetim kurulu üyesi olarak seçecektir. Haklı bir neden olmadıkça genel kurulun işbu hak sahipleri arasından yönetim kurulu üyesi seçmesi gerekmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarında yatırımcılar, yönetim kuruluna girecek üyeyi doğrudan kendileri belirlemek istediğinden, hak sahipleri arasından yönetim kurulu üyesi seçilmesi opsiyonunu tercih etmemektedir. Nitekim, bu yapıda yatırımcının yönetim kurulu üyesi olacak kişi üzerinde doğrudan etkisi olmayabilecektir. Başka bir ifade ile kendisi ile menfaatleri çelişen diğer bir yatırımcının yönetim kuruluna seçilmesi ihtimali bulunmaktadır.

Son tahlilde, yönetim kurulu temsil imtiyazı bakımından girişim sermayesi yatırımlarında hakim yapıyı değerlendirmek gerekmektedir. Bu modelde, hak sahibinin (azınlık, imtiyazlı pay sahipleri veya pay sahipleri grubu) önerdiği (aday gösterdiği) yönetim kurulu üyesi adayı genel kurul tarafından seçilmektedir. Genel kurulun haklı bir neden olmaksızın hak sahibi tarafından aday gösterilen yönetim kurulu üyesini seçmeme hakkı bulunmamaktadır. Başka bir ifade ile hak sahiplerinin önerisi bağlayıcı bir öneridir. Bu noktada, aday önerme sürecine de kısaca değinmekte fayda olduğu değerlendirilmektedir. Şüphesiz ki, hak sahibinin tek bir pay sahibi

²³⁵ TTK'nın 334 üncü maddesinin birinci fıkrasına göre, kamu tüzel kişilerinin doğrudan yönetim kuruluna üye seçme hakkı, söz konusu imtiyazın esas sözleşmede yer alıyor olması kaydı ile geçerlidir. İlgili fıkra göre, “Devlet, il özel idaresi, belediye ve köy ile diğer kamu tüzel kişilerinden birine, esas sözleşmede öngörülecek bir hükümle, pay sahibi olmasalar da, işletme konusu kamu hizmeti olan anonim şirketlerin yönetim kurullarında temsilci bulundurma hakkı verilebilir.”.

²³⁶ Ölmez, **a.g.e.**, s. 179.

olduğu düzlemde önerilecek adayı belirleme noktasında bir sorun yaşanmayacaktır. Fakat hak sahibinin birden fazla pay sahibi tarafından oluşturuluyor olması durumunda önerilecek adayı belirleme süreci önem kazanmaktadır. İlgili pay sahiplerinin genel kurul toplantısında önce toplanarak önerilecek adaya karar vermesi gerekmektedir. *Çamoğlu, Eriş ve Eminoğlu*; aday gösterme sürecine ilişkin pay sahiplerinin yapacağı toplantıların, esas sözleşmede bir hüküm bulunmaması durumunda TTK'nın imtiyazlı pay sahipleri özel kurulu düzenlemelerine tabi olması gerektiğini savunmaktadır.²³⁷ Ancak belirtildiği üzere esas sözleşmede kararın ne şekilde alacağına ilişkin bir düzenleme varsa işbu düzenleme dikkate alınarak karar verilecektir.²³⁸ Girişim sermayesi yatırımlarından bir örnek vermek gerekirse; şirket esas sözleşmesinde B grubu paylara sahip pay sahiplerinin, yönetim kuruluna seçilmek üzere bir adet üye önerme hakkı bulunduğu düzenlenmektedir. B grubu paylar da kendi içlerindeki sermaye oranları %20, %30 ve %50 olan üç farklı yatırımcı tarafından tutulmaktadır. Aday gösterme imtiyazının da B grubu payların %60'ı ile kullanılacağı esas sözleşmede açıkça belirtilmektedir. Bu noktada, asgari olarak iki imtiyazlı pay sahibi yatırımcının aynı yönde hareket etmesi neticesinde aday gösterme imtiyazı kullanılabilir. Girişim ekosisteminde; birden fazla yatırımcının aynı grup paylara sahip olduğu durumlarda, yatırımcıların yatırım tutarları da birbirlerine yakın ise tek bir yatırımcıdan ziyade en az iki yatırımcının *consensus*'a varması ile aday gösterme imtiyazının kullanılabilirliği bir oran belirlenmektedir.

Son üç yılda yatırımcıların, yönetim kurulunda temsil imtiyazına yaklaşımlarının da değiştiği ifade edilebilecektir. Yatırımcılar, her ne kadar yönetim kurulunda temsil imtiyazını talep etse de bu imtiyazı gerekmediği sürece aktif olarak kullanmamaktadır. Bunun altında iki temel sebebin yattığı değerlendirilmektedir. Bunlardan ilki görece ticari bir konudur. Yatırımcının yatırım yaptığı tüm şirketlerin yönetim kurulunda görev alması ciddi bir emek ve vakit gerektirmektedir. İkinci sebep ise hukuki bir sebeptir. Ağırlıklı olarak girişimcilerden oluşan ve kontrolün girişimcilerin elinde olduğu bir yönetim kurulunda, yatırımcının da yer alması durumunda; alınacak hatalı kararlar nedeniyle yatırımcının da yönetim kurulu üyesi sıfatıyla hukuki ve cezai sorumluluğunun doğacak olması, yatırımcıları yönetim kurulunda temsil imtiyazını

²³⁷ Çamoğlu, *a.g.e.*, s. 4. Eminoğlu, 2020, **TTK m. 360 Hükümüne Göre Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkının Tanınabileceği Gruplar, Hakkın Hukuki Niteliği ve İcrası**, s. 348.

²³⁸ Ölmez, *a.g.e.*, s. 196.

aktif olarak kullanmaktan imtina etmelerine neden olmaktadır. Bu yaklaşımın, girişim sermayesi yatırım fonu olarak yapılanmış yatırımcılarda daha da fazla olduğu dikkat çekmektedir. Nitekim, kural olarak tüzel kişiliği bulunmayan girişim sermayesi yatırım fonlarının, yönetim kurulu üyesi olarak belirlenmesi nedeniyle girişim sermayesi yatırım fonları yetkilileri doğrudan gerçek kişi olarak yönetim kuruluna girmek zorunda kalmaktadır. Yönetim kurulu üyeliğinde; girişim sermayesi yatırım fonu aracılığıyla bir tüzel kişilik perdesi kurulamadığından sorumluluk doğrudan gerçek kişi üzerinde doğmaktadır. Girişim sermayesi yatırım fonlarının yönetim kurulu üyesi olarak seçilmesine imkan tanınsaydı belirtilen gerçek kişi fonun gerçek kişi temsilcisi olarak hareket edecek ve doğrudan yönetim kurulu sorumluluğu düzenlemelerini tabi olmayacaktı.

Ek bir not olarak girişim sermayesi yatırım fonunun tüzel kişiliği bulunmaması nedeniyle yönetim kurulu üyesi olamayacağının kabulü de eleştirilmelidir. Çalışmanın önceki kısımlarında açıklandığı üzere, GSYF Tebliği'nin 4 üncü maddesinin beşinci fıkrasında, girişim sermayesi yatırım fonlarının; ortak olacağı şirketlerin kuruluşları, sermaye artırımları, pay devri gibi her türlü işlemler bakımından ticaret sicili nezdinde tüzel kişiliğe sahip olduğu belirtilmektedir. Şüphesiz ki, yönetim kurulunda yer alma hususu da girişim şirketine ortak olma süreci ile ilgili bir işlemdir. Bu nedenle ticaret sicil müdürlükleri tarafından her ne kadar kabul edilmese de fonun da yönetim kuruluna üye olmasına izin verilmesi gerektiği değerlendirilmektedir. Kaldı ki, GSYF Tebliği'nin 10 uncu maddesinde de bu anlayışı destekleyen başka bir hüküm de yer almaktadır. Buna göre, *“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.”* Maddede, fonun, girişim şirketlerinin yönetimine katılması durumuna açıkça izin verildiği görülmektedir. Her ne kadar işbu çalışmanın yazıldığı tarihte ticaret sicil müdürlüklerinde fonun yönetim kurulu üyesi olamayacağı görüşü hakim olsa da iki ila üç yıl öncesinde bu anlayışın yaygın olmadığı, İstanbul ticaret siciline kayıtlı birçok girişim şirketinin yönetim kurulunda girişim sermayesi yatırım fonlarının yer aldığı görülmektedir.

Yönetim kurulunda temsil imtiyazı kullanılmasa dahi yatırımcıların yönetim kurulu faaliyetlerinden haberdar olmak için oy hakkı bulunmayan bir yönetim kurulu gözlemcisi atadığı ve bu gözlemcinin yönetim kurulu toplantılarına katıldığı da sıklıkla

görülmektedir. Benzer kapsamdaki gözlemci atama hakkı; BVCA, NVCA'nın yayımladığı model dokümanlarda da yer almaktadır.

4.3.Önemli Yönetim Kurulu Kararları

Pay sahipleri sözleşmesinde; yönetim kurulunda alınması gereken ve önem düzeyi yüksek olan belirli kararlar bakımından; yatırımcıya tanınmış yönetim kurulu temsil imtiyazı kapsamında yönetim kurulunda yer alan üyenin olumlu oyunun aranacağına ilişkin düzenlemeler ile karşılaşılmaktadır. Nitekim, her ne kadar yatırımcılar tarafından belirlenen yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulunda görev yapsa da bu yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu kararlarında herhangi bir etki doğuramayabilir.²³⁹ Örneğin, yönetim kurulunun üç üyeden oluştuğu bir şirkette yatırımcılar bir yönetim kurulu üyesi belirlemiş olsa dahi diğer iki yönetim kurulu üyesinin aynı tarafta yer alması durumunda yatırımcılar tarafından belirlenen yönetim kurulu üyesinin herhangi bir karara etki etme şansı olmayacaktır. Böyle bir durumda yönetim kurulunda temsil imtiyazı çerçevesinde belirlenmiş yatırımcı yönetim kurulu üyesinin temel işlevi, ilgili pay sahiplerinin fikirlerinin yönetim kuruluna aktarılmasından ve yönetim kurulu çalışmalarının gözlemlenmesinden öteye gidemeyecektir.²⁴⁰ Bu noktada, yatırımcı tarafından belirlenmiş yönetim kurulu üyesinin onayının aranacağı kararlar, önemli yönetim kurulu kararları olarak anılmaktadır.

Önemli yönetim kurulu kararları ile amaçlanan koruma, önemli nitelikteki genel kurul kararları ile amaçlanan koruma ile benzer bir korumadır. Yatırımcı önemli genel kurul kararları ile genel kurulda belirli kararlar bakımından veto hakkı almakta iken önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları ile de yönetim kurulu nezdinde veto hakkı aracılığıyla negatif bir kontrol sağlanmaktadır.

Görüldüğü üzere, yatırımcılar tarafından belirlenen yönetim kurulu üyesinin; yönetim kurulunda bulunması önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları bakımından da oldukça önemlidir. Bu nedenle her ne kadar ayrı iki haktan bahsedilse de yönetim kurulunda temsil imtiyazı ile önemli nitelikteki yönetim kurulu kararlarının birlikte değerlendirilmesi gerekmektedir.

²³⁹ Kadir Baş, 2023, **Anonim Şirketlerde Belirli Bir Pay Sahibi Grubu Tarafından Aday Gösterilen Yönetim Kurulu Üyelerine Veto Hakkı Tanınabilir Mi?**, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi Cilt 29 Sayı 2, s. 1276.

²⁴⁰ Baş, **a.g.e.**, s. 1277.

Önemli nitelikteki yönetim kurulu kararlarının TTK karşısındaki konumuna geçmeden önce söz konusu koruma konularının global örneklerde nasıl ele alındığını da değerlendirmekte fayda bulunmaktadır. BVCA'nın model dokümanlarında²⁴¹, yatırımcı tarafından belirlenen yönetim kurulu üyesinin onayının aranacağı yönetim kurulu kararları şu şekilde belirtilmiştir: Pay opsiyon planına ilişkin kararlar, faaliyetlere ilişkin esaslı etki doğurabilecek kararlar, bütçe ve iş planına ilişkin kararlar, belirli bir tutarın üzerinde maaş verilmesini konu alan kararlar, finansal borçlanmaya ilişkin kararlar, ilişkili taraf işlemlerine ilişkin kararlar.

NVCA'nın model dokümanlarında²⁴² ise borç-kredi verilmesine ilişkin kararlar, garanti-teminat verilmesine ilişkin kararlar, mevcut politikalar ile uyuşmayan yatırımlar yapılmasına ilişkin kararlar, ticari kredi kullanılmasına ilişkin kararlar, üst düzey yöneticilerin işe alınması veya görevden alınmasına ilişkin kararlar, bütçe değişikliklerine ilişkin kararlar, fikri mülkiyet haklarının satışına ilişkin kararlar; önemli yönetim kurulu kararları olarak düzenlenmektedir.

SVCA'nın model dokümanlarında²⁴³ ise üst düzey yöneticilerin işe alınması veya görevden alınmasına ilişkin kararlar, ipotek rehin tesis edilmesine ilişkin kararlar, iş planı-bütçenin onaylanmasına ilişkin kararlar, çalışan pay opsiyonuna ilişkin kararlar, 3. kişiler lehine garanti-teminat verilmesine ilişkin kararlar, belirli bir tutarı aşan borçlanmalara ilişkin kararlar; önemli yönetim kurulu kararları olarak düzenlenmektedir.

Türk girişim şirketlerine yapılan yatırımlara ilişkin akdedilen pay sahipleri sözleşmesinde yer alan önemli nitelikteki yönetim kurulu kararlarının, global örneklerde yer alanlar ile benzer kapsamda olduğu ifade edilebilecektir. Özellikle; üst düzey yönetici atanmasına ilişkin kararlar, çalışan pay opsiyon planına ilişkin kararlar, kredi alınmasına ilişkin kararlar, garanti-teminat-ipotek verilmesine ilişkin kararlar ile belirli bir tutarı aşan işlemlere ilişkin kararların sıklıkla önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları olarak belirlendiği görülmektedir. Bu noktada, önemli nitelikteki yönetim kurulu kararlarının içeriğinden ziyade bu kararlar özelinde yönetim kurulu

²⁴¹ Söz konusu maddeler, pay sahipleri sözleşmesi anlamına gelen *Shareholders' Agreement*'ta düzenlenmektedir.

²⁴² Söz konusu maddeler, pay sahipleri sözleşmesi anlamına gelen *Investors' Rights Agreement*'ta düzenlenmektedir.

²⁴³ Söz konusu maddeler, pay sahipleri sözleşmesi anlamına gelen *Shareholders' Agreement*'ta düzenlenmektedir.

karar nisaplarının ağırlaştırılması hususunun TTK bağlamından değerlendirilmesi gerektiği düşünülmektedir. Nitekim, belirlenen yönetim kurulu kararlarının TTK'nın 408 inci maddesinde düzenlenen genel kurulunda devredilemez yetkileri arasında yer almaması ve şirketler hukukuna hâkim ilkelere aykırı olmaması durumunda söz konusu kararların geçerli olacağı değerlendirilmektedir.

Yönetim kurulunun toplantı ve karar nisapları TTK'nın 390 ıncı maddesinde düzenlenmektedir. İlgili maddeye göre, esas sözleşmede aksine bir hüküm bulunmadıkça yönetim kurulu üye tam sayısının çoğunluğu ile toplanır ve yine katılan üyelerin çoğunluğu ile karar alır. Girişim sermayesi yatırımları özelinde yönetim kurulundaki veto hakkı; toplantı ve karar yeter sayılarının artırılmasından ziyade belirli kararların alınması bakımından yatırımcı yönetim kurulu üyesinin de bu karara olumlu oy vermesi şeklinde dizayn edilmektedir. Öğretide bu şekildeki bir veto hakkının geçerli olup olmayacağı konusunda bir fikir birliği bulunmamaktadır. *İmregün*'e göre, yönetim kurulunda temsil imtiyazı kapsamında seçilmiş bir üyenin bulunması durumunda bu üyeye esas sözleşmede yer alması kaydı ile veto hakkı tanınabilecektir.²⁴⁴ *Tekinalp* de *İmregün* ile benzer bir anlayışta olup gerekçelendirme yapmaksızın yönetim kurulu üyelerine veto hakkı tanınabileceğini kabul etmiştir.²⁴⁵ *Altay*'a göre ise tanınan veto hakkı kişiye tanınan bir haktan ziyade paydan kaynaklanan bir haktır.²⁴⁶ Bu nedenle de yönetim kurulunda veto hakkının kullanılabileceğini belirtmiştir. *Biçer* ve *Aktaş Ertan* ise TTK'da yönetim kurulunda veto hakkı düzenlemesini yasaklayan açık bir hüküm yer almadığından ve TTK'nın 390 ıncı maddesi ile nisapların ağırlaştırılmasına izin verildiğinden veto hakkını kabul etmiştir.²⁴⁷ *Moroğlu* ise veto hakkının tanınamayacağını savunurken net bir gerekçelendirme yapmamıştır.²⁴⁸ *Akdağ Güney* de *Moroğlu* ile benzer görüştedir.²⁴⁹

²⁴⁴ Oğuz İmregün, 2001, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Toplantı ve Karar Yetersayıları ve Yönetim Kurulu Kararlarına Karşı Başvuru Yolları**, s. 285 vd.

²⁴⁵ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**.

²⁴⁶ Altay, **a.g.e.**, s. 498.

²⁴⁷ Levent Biçer, Betül Aktaş Ertan, 2023, **Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazının Dolaylı Olarak İhlal Edilmesine İlişkin Bazı Soruların Değerlendirilmesi**, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 3, s. 20.

²⁴⁸ Erdoğan Moroğlu, 2007, **Hukuki Mütalâalar**, s. 246 vd.

²⁴⁹ Necla Akdağ Güney, 2016, **Anonim Şirket Yönetim Kurulu**, s. 253.

Çoştan ise veto hakkının şirket yönetim kurulunun toplanmasının veya karar almasının önüne geçebileceği gerekçesiyle veto hakkını geçersiz olarak değerlendirmektedir.²⁵⁰

TTK'nın 340 ıncı maddesine göre, “*Esas sözleşme, bu Kanunun anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak Kanunda buna açıkça izin verilmişse sapabilir.*”. Bu noktada esas sözleşme ile TTK'dan ayrışılacak hükümler bakımından TTK'nın açık bir şekilde buna cevaz veriyor olması gerektiği düşüncesi ilk etapta hakim olabilir. Ancak maddenin gerekçesinden “*Kanunda buna açıkça izin verilmişse*” ibaresinin geniş yorumlanması gerektiği anlamı çıkmaktadır. Nitekim gerekçede “*maddenin lafzından “sapabilme” imkânının açıkça anlaşılmadığı durumlarda, amaca uygun düşen, metodoloji öğretisine aykırı olmayan, tatmin edici gerekçelere dayanan, sonuçları adil olan ve menfaatler dengesini gözetten bir yorumla “sapabilme”nin haklılık kazandığı varsayımları da kapsamaktadır.*” cümlesi yer almaktadır. Bu bahisle, esas sözleşmede düzenlenmesine izin verilen konular bakımından amaçsal bir değerlendirmede bulunulması gerekmektedir.²⁵¹

Daha önce de belirttiğimiz üzere, TTK'nın 390 ıncı maddesinde nisapların esas sözleşme ile artırılacağı belirtilmektedir. Ancak ilgili maddede belirli bir yönetim kurulu üyesine veto hakkı tanınıp tanınamayacağına ilişkin herhangi bir değerlendirme bulunmamaktadır. Bu noktada, bir üst paragrafta açıklanan TTK'nın 340 ıncı maddesi akıllara gelmektedir. Nisaplarda değişiklik yapılmasına izin verilmesi, yönetim kurulunda temsil imtiyazı kapsamında seçilen yönetim kurulu üyesinin belirli kararlar bakımından onayının alınacağına ilişkin bir veto hakkı tanınmasına imkan vermekte midir?²⁵² Başka bir ifade ile 390 ıncı maddede geçen “*esas sözleşmede aksine ağırlastırıcı bir hüküm bulunmadığı takdirde*” ifadesi ile yukarıdaki kapsamda bir sapma gerçekleştirilebilir mi?²⁵³ 390 ıncı maddede, esas sözleşme ile “ağırlastırıcı bir hüküm” öngörülmesine izin verildiği ve nisabın artırılmasına yönelik herhangi bir sınır getirilmediğinden belirli yönetim kurulu üyelerine veto hakkı tanınmasının mümkün olduğu değerlendirilmektedir. Ancak bazı yönetim kurulu üyelerine veto hakkı

²⁵⁰ Hülya Çoştan, 2012, **Yönetim Kurulunun Karar Alma Usulleri, Oy Hakkı, Yetersayılar ve Toplantı Talep Hakkı**, s. 184.

²⁵¹ Baş, a.g.e., s. 1281.

²⁵² *Veziroğlu*'na göre, genel kurul kararları bakımından veto hakkı açıkça öngörülmediğinden tamamlayıcı nitelikte veto hakkı öngörülebilir fakat burada veto hakkının TTK m. 479/2'deki oyda imtiyaz sınırını anlamsız hale getirmiyor olması gerekmektedir. Cem Veziroğlu, 2021, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları**, s. 382-395.

²⁵³ Baş, a.g.e., s. 1282.

verilmesinin yönetim kurulu üyelerinin eşitliği ilkesi bakımından da değerlendirilmesi gerekmektedir. Her ne kadar belirli bir yönetim kurulu üyesine veto hakkı tanınması ile eşitlik ilkesine aykırı davranıldığı düşünülse de işbu veto hakkının yönetim kurulunda temsil imtiyazının devamı niteliğinde olduğunu da dikkate almakta fayda bulunmaktadır. Esasında veto hakkı yönetim kurulu üyesinden ziyade o yönetim kurulu üyesini belirleyen gruba tanınmaktadır. Nitekim veto hakkı ile temsil hakkının efektif kullanılması sağlanmaktadır. Daha önce de bahsedildiği üzere yalnızca yönetim kuruluna üye belirleme imtiyazı ile amaçlanan koruma sağlanamamaktadır. Nitekim, imtiyaz doğrultusunda belirlenmiş yönetim kurulu üyesi, önemli nitelikteki kararlar üzerinde kendi başına etki doğuramamaktadır. Bu bahisle tanınan veto hakkının da esasında TTK'nın 360 ıncı maddesinin devamı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir.²⁵⁴ Başka bir ifade söz konusu imtiyaz her ne kadar üyeye verilmiş gibi gözükse de esasında bu imtiyaz o üyeyi seçen paylara tanınmıştır. Daha doğru bir ifade ile yönetim kurulunda temsil imtiyazına sahip pay sahiplerinin, yönetim kuruluna veto hakkı olan bir üye aday gösterme hakkı bulunmaktadır.

Netice olarak, tüm yönetim kurulu kararları bakımından tanınabilecek veto hakkının yalnızca belirli kararlar bakımından da tanınması mümkündür. Uygulamada karşılaşılan işbu önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları; üst düzey yönetiminin atanmasına, bütçe ve iş planının onaylanmasına veya revize edilmesine ilişkin kararlar, belirli bir tutarında üzerinde borç doğuran sözleşmelere taraf olunmasına ilişkin kararlardır.²⁵⁵

Her ne kadar imtiyaz kapsamında seçilmiş yönetim kurulu üyelerine veto hakkı tanınmasının mümkün olduğu değerlendirilse de şirket faaliyetlerinin sekteye uğramaması adına veto hakkı tanınan yönetim kurulu kararlarının oldukça sınırlı tutulması ve bu belirlemenin imtiyaz tanınan grupların menfaatlerinin gözetilmesinin azami önem gerektirdiği konular ile sınırlı tutulması isabetli olacaktır.

Netice olarak, Türk girişim ekosisteminde yatırımcının sahip olduğu imtiyazlı paylar veya yatırımcı grubu tarafından belirlenen yönetim kurulu üyesine; yatırımcı menfaatlerinin gözetilmesi gereken konularla sınırlı olacak şekilde veto hakkı

²⁵⁴ Baş, **a.g.e.**, s. 1284.

²⁵⁵ Esin, **a.g.e.**, s. 317 vd.

tanınmasının mümkün olduğu ve esas sözleşmede buna ilişkin hükümlerin yer alması durumunda bu hükümlerin korporatif etki doğuracağı değerlendirilmektedir.

“Yönetim Kuruluna Aday Gösterme İmtiyazı” başlığında açıklandığı üzere, yatırımcıların belirli çekinceler ile yönetim kurulunda temsil imtiyazına sahip olsalar dahi işbu imtiyazı kullanmadıkları ve yönetim kurulunda temsil edilmedikleri görülmektedir. Bu gibi durumlarda; önemli nitelikli yönetim kurulu kararlarının hangi kapsamda değerlendirilmesi gerektiği sorusu akıllara gelmektedir. Yönetim kurulundan temsil edilmeyen yatırımcı; önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları alınmadan önce kendi onayını alınması gerektiğine ilişkin düzenlemelerin pay sahipleri sözleşmesinde yer almasını talep etmektedir. Pay sahipleri, yatırımcının onay vermemesi durumunda söz konusu yönetim kurulu kararının alınmayacağına ilişkin oy sözleşmesi akdetmekte olsalar da işbu yönetim kurulu kararının alınmaması yönetim kurulu üyelerinin sadakat borcuna aykırı ise söz konusu oy sözleşmesi geçersiz olarak addedilecek ve ilgili yönetim kurulu kararının alınmaması durumunda yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğu doğacaktır.²⁵⁶

Önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları bakımından yatırımcı yönetim kurulu üyesi belirlenmemiş ise yatırımcı onayı dışında tercih edilen bir onay mekanizması daha bulunmaktadır. Yatırımcılar, yönetim kurulu temsil imtiyazındaki metodoloji ile paralel olarak gerçek anlamda yönetim kurulu üyesi olmayan fakat yönetim kurulu toplantılarına katılım sağlayan bir yönetim kurulu gözlemcisi belirlemektedir. Yatırımcı yönetim kurulu üyesi seçilmemiş ise önemli nitelikteki yönetim kurulu kararlarına ilişkin veto hakkı işbu yönetim kurulu gözlemcisi aracılığıyla tarafından kullanılmaktadır. Ancak belirtmek isteriz ki, TTK’da yönetim kurulu gözlemcisi şeklinde hukuki bir kişilik bulunmadığından bu tarz düzenlemeler de korporatif etki doğurmamakta olup pay sahipleri sözleşmesi kapsamında kalan bir borç sözleşmesinden öte bir anlam taşımamaktadır. Gözlemci onayının arandığı kararlar bakımından da pay sahipleri bir oy sözleşmesi akdetmekte ve gözlemcinin kararı ile paralel şekilde yönetim kurulu kararı almayı taahhüt etmektedir. Bu noktada gözlemcinin fiili bir yönetim kurulu üyesi olduğu ifade edilebilecektir.²⁵⁷ Fiili yönetim kurulu üyesinin sorumluluğuna da kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır. Şirketler hukukundaki sorumluluğu düzenleyen TTK’nın 553 üncü maddesine göre “Kurucular,

²⁵⁶ Detaylı açıklama için bkz. “3.2.6. Pay Sahipleri Sözleşmesinin İhlali”.

²⁵⁷ Mehmed Emin Doğan, 2018, **Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Toplantısı**, s. 25.

yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve tasfiye memurları, kanundan ve esas sözleşmeden doğan yükümlülüklerini kusurlarıyla ihlal ettikleri takdirde, hem şirkete hem pay sahiplerine hem de şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarardan sorumludurlar.”. Bu maddenin mehzazı İsviçre Borçlar Kanunu’nun 754 üncü maddesidir. Fakat mehzaz hüküm ile TTK hükmü arasında ciddi bir farklılık bulunmaktadır. Nitekim, İsviçre Borçlar Kanunu’nu, sorumluların geçtiği ifadede “*yönetim ile uğraşan kişiler*” ifadesine yer vermekte olup daha geniş bir yorum yapmakta olsa da TTK’da böyle bir yorum bulunmamaktadır.²⁵⁸ 553 üncü madde uyarınca, gözlemcinin dahil olabileceği ifadenin “*yönetici*” ifadesi olduğu düşünülse de yöneticilerin sorumluluğunda esas alınacak noktanın esas sözleşme ve kanundan doğan yükümlülükler olduğu hesaba katıldığında; kanundan veya esas sözleşmeden doğan herhangi bir yükümlülüğü bulunmayan gözlemcinin TTK’nın 553 üncü maddesi kapsamına alınamayacağı düşünülmektedir. Bu bahisle gözlemcinin sorumluluğunun genel hükümlere tabi olduğu ifade edilebilecektir.

4.4. Pay Devir Kısıtlamaları (Opsiyon Hakları)

Gerek yatırım alma noktasındaki statüsel avantajları²⁵⁹ gerekse mevzuatın yönlendirici düzenlemeleri²⁶⁰ çerçevesinde genel olarak anonim şirket olarak olan girişim şirketlerinde; özellikle erken aşamada ortaklık yapısının korunması istendiğinden sıklıkla karşılaşılan pay devir kısıtlamaları işbu başlık altında incelenecektir. Çalışmanın önceki kısmında olduğu gibi pay devir kısıtlamalarına global ölçekteki yaklaşım BVCA, NVCA, SVCA ve Startup Estonia’nın model dokümanları çerçevesinde incelenecek ve pay devir kısıtlamalarının hizmet ettiği amaçlar bu kısımda detaylandırılacaktır.

Pay sahiplerinin hak ve yükümlülüklerinin şahıs şirketlerinden farklı olması, şahıstan ziyade sermayeye bağlı bir ortaklık tipi olan anonim şirketlerde; pay sahibi

²⁵⁸ Doğan, **a.g.e.**, s. 26.

²⁵⁹ Pay sahiplerinin şirkete karşı olan sorumluluklarının sermaye ödeme borcu ile sınırlı olması, halka açılmaya elverişli olması, pay sahiplerinin yönetici olma zorunluluğunun bulunmaması; anonim şirketin statüsel avantajlarının bir kısmıdır.

²⁶⁰ Gerek GSYF Tebliği’nde gerekse GSYO Tebliği’nde; girişim sermayesi yatırım fonları veya girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin yatırımı takip eden bir yıl içerisinde anonim şirkete dönüşmesi zorunluluğu bulunmaktadır. Öte yandan, pay senetlerinin basımının üzerinden iki yıl geçmiş ise senede bağlanan payların devrinden elde edilen gelirlerin, gelirler vergisine tabi olmaması da anonim şirketlerin mevzuattan kaynaklanan diğer bir avantajıdır.

ile şirket arasındaki bağın koparılması, pay devri ile mümkün olmaktadır.²⁶¹ Bu nedenle de anonim şirket paylarının tedavülünün kolay olması, pay devrinin kolay gerçekleştirilmesi bir zorunluluk haline gelmektedir. Bu zorunluluğun karşılanmasını teminen anonim şirketlerde pay devrinin serbestliği ön planda tutulmuştur.

Öte yandan her bir pay sahibi bakımından şirketteki sahipliğini gösterir pay, şirketteki mülkiyeti temsil eden bir kavramdır. Pay sahipleri; paylar aracılığıyla yönetime katılmakta ve yine paylar aracılığıyla temettü gibi çeşitli mali haklara kavuşmaktadır.

Özellikle erken aşama girişim şirketlerinde; şirketin ortaklık yapısı önem arz etmektedir. Nitekim yatırımcı, girişim şirketini geliştirmesi beklenen girişimcilerin olabildiğince şirkette kalmasını, şirkette kaldığı süre boyunca da şirkete olan bağlılığının yüksek olmasını beklemektedir. Yatırımcı tam da bu nedenle ortaklık yapısının kontrol altında tutulmasını amaçlayan çeşitli pay devir kısıtlamalarına pay sahipleri sözleşmesinde yer vermektedir.²⁶²

4.4.1. Pay Devir Yasağı Dönemi

Pay devir yasağı dönemi, girişim şirketinin yatırım almasından sonra, yatırımdan itibaren belirli bir süre boyunca şirketin gelişimi için kritik önemi haiz girişimcinin paylarının devredemeyeceği dönemi ifade etmektedir. Erken aşama yatırımcısı, girişimcinin pay sahiplik oranının belirli bir seviyenin üzerinde kalmasını istemektedir. Bu sayede girişimcinin motivasyonunun yüksek kalacağına inanılmaktadır. Ancak, girişimcinin paylarını çeşitli nedenlerle devretmesi neticesinde pay sahiplik oranı azalacağından olası bir çıkıştan (*exit*) girişimcinin elde edeceği gelir de azalacaktır. Bu durum da doğal olarak girişimcinin şirkete olan bağlılığını azaltacaktır. Sektör standartlarında, girişimciye yönelik pay devir yasağının altı ay ile iki yıl arasında olduğu görülmektedir.²⁶³ Ancak her bir ticari anlaşmanın mahiyetine, tarafların müzakere güçlerine göre bu sürenin değişebileceğini belirtmekte fayda bulunmaktadır. Özellikle son yıllarda yapılan girişim sermayesi yatırımlarında pay devir yasağı döneminin üç ile dört yıl seviyelerine geldiği de ifade edilebilecektir.

²⁶¹ Tamer Bozkurt, 2016, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)**, s. 5.

²⁶² Feld, Mendelson, **a.g.e.**, s. 149.

²⁶³ 2017, **Practical Law Drafting Notes to BVCA Subscription And Shareholders' Agreement For Early Stage Investments**, Thomson Reuters, s. 38

Örneğin, Startup Estonia'nın model dokümanlarında girişimcinin pay devir yasağı döneminin dört yıl olduğu belirtilmektedir. BVCA'nın model dokümanlarında da girişimcinin pay devir yasağı dört yıl olarak belirtilmektedir. Girişimci bu pay devir yasağı döneminde yatırımcıların belirli bir çoğunluğunun onayını almaksızın paylarını devredememektedir. Pay devir yasağına getirilen diğer bir istisna ise izin verilen devirler olarak tanımlanmaktadır. İzin verilen devirler tanımının içerisine ise girişimcinin tek pay sahibi olduğu şirketlere yapılacak devirler girmektedir. Bu tarz devirlere izin verilmesinin temel nedeni ise girişimcinin daha avantajlı vergi planlamaları yapmasına imkân tanınmasıdır.

Gerek BVCA gerekse Startup Estonia'nın model dokümanlarında girişimcinin pay devir yasağında “*vesting period*” olarak belirtilen ve Türkçe'ye hak ediş periyodu olarak tercüme edilebilecek bir kavramdan bahsedilmektedir. Pay devir yasağı dönemine endekslenen *vesting period*'da geçen her yıl için girişimci sahip olduğu payların belirli bir kısmına hak kazanmış olarak değerlendirilmektedir. Örneğin pay devir yasağı süresinin dört yıl olduğu ve girişimcinin de 400 adet payının bulunduğu bir senaryoda; girişimci, geçen her bir yıl ile birlikte 100 adet paya hak kazanır. Dört yılın sözleşme ihlal edilmeksizin tamamlanması durumunda; girişimci zaten kendisine ait olan tüm paylara (400 adet) hak kazanmış olacaktır. Bu durumda akıllara girişimciye ait payların, niçin tekrardan girişimci tarafından hak kazanıldığı sorusu gelmektedir. *Vesting period*, esasında hak edişin belirlenebilmesi için pay sahipleri sözleşmesine eklenen bir kavramdır. Girişimcinin; pay sahipleri sözleşmesinde kararlaştırılan bir yükümü ihlal etmesi durumunda²⁶⁴ yatırımcılar, girişimcinin paylarını bedelsiz devralma hakkına sahip olacaktır. Öte yandan girişimcinin belirli haklı sebeplerle şirketten ayrılması durumunda²⁶⁵; yatırımcılar girişimci paylarının bir kısmını gerçek değerinden (*fair value*) bir kısmını ise bedelsiz olarak devralacaktır. İşte bu ayrımın yapılması noktasında *vesting period* önem arz etmektedir. Örneğin, girişimcinin haklı nedenle şirketten ayrılması durumu dördüncü yılda gerçekleşmiş ise

²⁶⁴ *Bad Leaver* olarak düzenlenen bu durum, genel olarak girişimcinin sözleşmeye aykırı davranması durumunda girişimcinin kazandığı bir sıfattır. *Bad Leaver* kapsamının tarafların ticari güçleri çerçevesinde şekillendiğini de belirtmekte fayda bulunmaktadır. *Bad Leaver* olmanın yaptırımı ise payların bedelsiz olarak devralınmasıdır.

²⁶⁵ *Good Leaver* olarak düzenlenen bu durum, genel olarak girişimcinin haklı nedenlerle şirketten ayrılması veya iş ilişkisini sona erdirmesi durumunda girişimcinin kazandığı bir sıfattır. *Good Leaver* kapsamının tarafların ticari güçleri çerçevesinde şekillendiğini de belirtmekte fayda bulunmaktadır.

girişimcinin tamamladığı üç yıllık bir hak ediş süresinden bahsedilebilecektir. Yukarıda yer verilen örnekten ilerlenecek olursa girişimci 300 adet paya hak kazanmıştır. Yatırımcı bu 300 payı gerçek değeri üzerinden satın alacak iken (başka bir ifade ile girişimci çıkış yapacak) henüz hak edilmemiş (*vesting*'i tamamlanmamış) 100 adet payı ise bedelsiz olarak devralacaktır. İşte tam da bu noktada *vesting period* düzenlemesi önem arz etmektedir.

Anonim şirketlerde hâkim olan pay devir serbestisi ve buna bağlı TTK düzenlemeleri nedeniyle global örneklerde görölen *vesting period* düzenlemelerinin Türk ekosistemine uygulanması güçtür. Nitekim, global örneklerde *vesting period* düzenlemelerine sıklıkla yer verilebiliyor olmasının temel nedeni *vesting period*'a bağlanan yükümlölüklerin ifasının sağlanabiliyor olmasıdır. Esasında Türk ekosisteminde de sıklıkla olmasa da pay devir yasağı dönemine endeksli *vesting period* düzenlemeleri ile karşılaşılmaktadır. Ancak işbu *vesting period*'a bağlanan bedelsiz pay devirlerinin icrasının mevcut yasal düzenlemeler çerçevesinde efektif şekilde sağlanamayacağı düşünölmektedir. Nitekim, *squeeze-out* olarak bilinen ortaklıktan çıkarma hakkı TTK'da yalnızca belirli hallerde uygulanabilecek bir hukuki mekanizmadır:²⁶⁶ (i) Birleşme işleminde ortaklara ayrılma akçesi verilmesi suretiyle ortaklıktan çıkarma, (ii) TTK'nın 208 inci maddesinde düzenlenen şirketler topluluğuna özgü çıkarma hakkı, (iii) sermaye piyasası mevzuatı kapsamında çıkarma hakkı.²⁶⁷ çoğu durumda girişim şirketinin sermayesi piyasası mevzuatına tabi olmadığı dikkate alındığında çıkarma hakkının yalnızca (i) ve (ii) durumlarında söz konusu olabileceği değerlendirilmektedir. Erken aşama girişim sermayesi yatırımlarında da birleşme işlemi söz konusu olmadığından elde kalan yalnızca (ii) numaralı şirketler topluluğuna özgü çıkarma hakkı kalmaktadır. Çalışmanın önceki kısımlarında da belirtildiği üzere, erken aşama girişim sermayesi yatırımcısının, şirket sermayesinin çoğunluğuna sahip olmadığı veya yönetim organının çoğunluğunun belirlemediği de dikkate alındığında yatırım sonrasında TTK'nın 195 inci maddesi kapsamında bir şirketler topluluğu oluşmamaktadır. Bu nedenle de şirketler topluluğuna özgü çıkarma hakkının, *vesting period*'a bağlanan sonuçlar için kullanılamayacağı değerlendirilmektedir.

²⁶⁶ Mevci Ergün, 2021, **Anonim şirketler Hukuku**, s. 79 vd.

²⁶⁷ Serdar Karababa, 2016, **Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-Out) ve ıkarma Hakkı**, s.198 vd.

TTK’da düzenlenen çıkarma hakkının *vesting period*’a bağlı sonuçların icrası noktasında yeterli kalmayacağından bahisle Türk girişim ekosistemi alternatif bir çözüm arayışına girmiş ve yediemin mekanizması ile söz konusu sonuçların icrasının kolaylaştırılması amaçlanmıştır. Yediemin mekanizmasında, pay devir yasağına tabi girişimciler sahip olduğu paylar senede bağlanmakta ve işbu pay senetleri imzalanan yediemin sözleşmesi kapsamında beyaza ciro edilerek yediemine teslim edilmektedir. Teslim ile birlikte tarafsız yediemin, senedin yetkili hamili olmaktadır.²⁶⁸ Bu noktada, TTK’nın 684 üncü maddesinin ikinci fıkrası uyarınca yediemin, ilgili senedi kendi veya başkası adına cirolama yetkisini haiz olmaktadır. Pay sahipleri sözleşmesi kapsamında payların bedelsiz veya gerçek değer üzerinden devrinin gerektiği bir hal doğması durumunda; yetkili hamil sıfatını haiz yediemin, pay senedini ilgili kişilere ciro ederek *vesting period*’a bağlanan sonuçların kolaylıkla icra edilmesini sağlayabilmektedir. Ancak yediemin mekanizmasında da bazı temel sorunlar bulunmaktadır. Nitekim, beyaza ciro edilmiş pay senetlerinin birden fazla pay sahibine paylaştırılması gerekmesine rağmen pay senetlerinin içeriği nedeniyle böyle bir paylaşım gerçekleştirilemeyebilir. Örneğin, tek pay senedine bağlı 100 payın, beş pay sahibi arasında payları oranında paylaştırılması için öncelikli olarak pay senedinin iptal edilmesine ilişkin yönetim kurulu kararı alınması, sonrasında yapılacak dağıtıma uygun olacak şekilde tekrardan pay senetlerinin basılması ve beyaza ciro edilerek yediemine teslim edilmesi gerekecektir. Bu noktada da paylarını kaybetme endişesi olan pay sahibinin yeni basılan pay senetlerini tekrardan beyaza ciro ederek yediemine teslim etmemesi söz konusu olabilir. Bu da istenen sonuca ulaşılmasının önüne geçecektir. Açıklanan risk nedeniyle payların ilk defa beyaza cirolandığı esnada payların tek bir senetten ziyade birçok senede bağlanmasının isabetli olabileceği değerlendirilmektedir. Global örneklerde²⁶⁹ payı satın alan kişi olarak şirket belirlendiği için böyle bir gerekliliğin doğmadığı ifade edilebilecek olsa da TTK uyarınca şirketin kendi paylarını devralmasında bazı sınırlar olduğundan Türk girişim ekosisteminde, payları devralacak kişiler olarak pay sahipleri belirlenmektedir. TTK’nın 379 uncu maddesine göre, “*Bir şirket kendi paylarını, esas veya çıkarılmış sermayesinin onda birini aşan veya bir işlem sonunda aşacak olan miktarda, ivazlı*

²⁶⁸ Damla Keskin, 2019, **Yediemin Sözleşmesi Yoluyla Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Kurulması**, s. 181.

²⁶⁹ Startup Estonia’nın yayımladığı Shareholders’ Agreement’ta payları devralan şirketin kendisidir.

olarak iktisap ve rehin olarak kabul edemez.”. Görüldüğü üzere, TTK’da şirketin ivazlı olarak iktisap edebileceği paylarının sınırı, şirket sermayesinin %10’udur.

Netice olarak, Türk girişim sermayesi ekosisteminde girişimcilere yönelik pay devir yasağı esasında sözleşmesel düzlemde kalan bir yasaktır. *Vesting period*’a bağlanan sonuçların icrasının kolaylaştırılması için tercih edilen yediemin sözleşmesi, salt pay devir yasağı için de uygulanabilecektir. Bu noktada, yediemin yine beyaza cirolu şekilde teslim aldığı girişimciye ait payları, pay devir yasağı dönemi sonuna kadar saklayacaktır ve yasağın sona ermesi ile girişimciye iade edecektir. Bu sayede, devir yasağı dönemi boyunca girişimci herhangi bir pay devri gerçekleştiremeyecektir. Ancak belirtmek gerekir ki; girişimcilerin kendisine ait payları başkasına bırakma fikrine sıcak bakmaması, yediemin sorumluluğunun yüksek olması gibi çeşitli sebeplerden dolayı yediemin mekanizması Türk girişim sermayesi ekosisteminde genel kabul görmüş bir metodoloji değildir.

4.4.2. İlk Ret Hakkı (Ön Alım Hakkı)

Esasında eşya hukukundaki ön alım hakkına²⁷⁰ karakter olarak benzeyen ilk ret hakkı²⁷¹; bir pay sahibinin paylarına yönelik bir devir teklifi alması durumunda tetiklenmektedir. Paylarına yönelik devir teklifi alan pay sahibinin paylarını satmak istemesi durumunda, işbu teklifteki ticari şartlar dahilinde, kendisine ait devre konu payların mevcut pay sahipleri tarafından devralınmak istenip istemediğine dair bir bildirimde bulunması gerekmektedir.²⁷² Bu noktada, bildirim alan pay sahiplerinin ilk ret hakkı sahibi olduğu ifade edilebilecektir. Somut bir örnek ile açıklamak gerekirse, ABC123 A.Ş.’nin sermayesi yirmi adet paya bölünmüştür. Bu yirmi paydan on beşine sahip olan A’nın, sahip olduğu payların beşine ilişkin bir devir teklifi alması ve gelen teklif kapsamında paylarını devretmek istemesi durumunda; öncelikli olarak ABC123 A.Ş.’nin diğer pay sahiplerine devre konu beş payı teklifteki şartlar dahilinde devralmak isteyip istemediklerini sorması gerekmektedir. Paylarını satmak isteyen pay sahibinin bildirimine olumlu dönüş yapan pay sahiplerinin bulunması durumunda devre konu payların, bildirim yapılan işbu pay sahiplerine devredilmesi gerekmektedir. Bu örnekte bildirim yapılan pay sahiplerine ilk ret hakkı tanındığı ifade edilebilecektir.

²⁷⁰ Harris B. Freidus, 2004, **Right of First Refusal**, New York Law Journal.

²⁷¹ İngilizce dokümanlarda *Right of First Refusal (ROFR)* olarak geçmektedir.

²⁷² Sercan Uçar, 2020, **Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları**.

Yukarıda yer verilen örnekte ilk ret hakkını kullanan tek bir pay sahibi olmasına rağmen durum her zaman bu şekilde olmayabilir. Bu noktada akıllara birden fazla pay sahibinin ilk ret hakkını kullanması durumunda ne olacağı sorusu akıllara gelmektedir. Böyle bir durumda; ilk ret hakkına sahip pay sahipleri, kendi aralarındaki pay sahiplik oranı çerçevesinde ilk ret hakkını kullanacaktır. Örnek vermek gerekirse ilk ret hakkı olan ve ilk ret hakkını kullanan üç pay sahibinin pay adetleri sırasıyla 10, 20, 60'tır. Satışına konu olan pay adedi ise 270'tir. Belirtilen pay sahiplerinin kendi aralarındaki pay sahiplik oranı sırasıyla 1/9, 2/9 ve 6/9'dur. Bu oran çerçevesinde 270 pay, ilk ret hakkı kullanan pay sahiplerine sırasıyla 30, 60 ve 180 pay olarak dağıtılacaktır. Bu noktada akıllara niçin ilk ret hakkının kullanan pay sahiplerinin kendi aralarındaki pay oranlarının esas alındığı sorusu gelmektedir. İlk ret hakkını kullanan pay sahiplerinin, kendi aralarındaki pay sahiplik oranları yerine şirketteki pay sahiplik oranları kullanılsa idi payların bir kısmı ilk ret hakkı kapsamında devralınamayacaktır. Yukarıdaki örnekte hareketle şirketin toplam 540 adet payı olduğunu varsayılırsa ilk ret hakkı sahibi pay sahiplerinin şirket sermayesindeki sahiplik oranları %5,55, %11,11 ve %33,33 olacaktır. Bu noktada devre konu payların %5,55, %11,11 ve %33,33'ü ilgili ilk ret hakkı sahibi pay sahiplerine devredilecekti. Fakat, böyle bir durumda devre konu payların %51,01'i ilk ret hakkı sahibi pay sahiplerine devredilmemiş olacaktı. Bu durumda devre konu payların %51,01'inin ne olacağı tereddüt uyandırmaktadır. Nitekim ilk ret hakkının kullanılmasını tetikleyen 3. kişi, devre konu payların tamamını almak istemişti. Bu noktada, teklifinde yer alan pay adedinin %51,01'ine karşılık gelen payı devralmak 3. kişinin ticari beklentileri ile uyuşmayabilir. Böyle bir ihtimalde ne devre konu paylarını satmak isteyen pay sahibi payların tamamını satabilecek ne de payların tamamını devralmak isteyen 3. kişi payların tamamını devralma imkanına sahip olabilecektir. Bu nedenle ilk ret hakkının, devre konu tüm paylara ilişkin kullanılması gerekmektedir. Devre konu payların tamamına ilişkin ilk ret hakkı kullanılmaz ise ilk ret hakkı uygulanmayacaktır. Payların tamamına ilişkin ilk ret hakkı, bir veya birden fazla ilk ret hakkı sahibi paydaş tarafından kullanılabilir.

İlk ret hakkı; şirketteki dengeler, pay sahipleri arasındaki ilişki gibi çeşitli etkenlere bağlı olarak her bir şirket özelinde farklı şekilde kurgulanabilecek bir hak olsa da ilk ret hakkı ile amaçlanan, şirketteki ortaklık yapısının korunması ve ortaklığın yabancılaşmasının önüne geçilmesidir.

Erken aşama girişim sermayesi yatırımlarında; yatırımcının, yatırım kararında kurucuların teknik yeterlilikleri yüksek önem arz etmektedir. Bu nedenle yatırımcı, yatırımcı olarak şirkette kaldığı sürece mevcut ortaklık yapısının korunmasını ister.²⁷³ Tam da bu nedenle girişimciler aleyhine ön görülen pay devir yasağına çalışmanın önceki kısımlarında değinilmiştir. Özellikle pay devir yasağının sona ermesi ile girişimci sahip olduğu payları serbestçe devredebilecektir. Bu noktada, söz konusu pay devir işlemi ile birlikte ortaklığa 3. kişilerin dahil olmamasını isteyen yatırımcı, ilk ret hakkı aracılığıyla bu beklentisini karşılama imkanına sahip olmaktadır.²⁷⁴ Özellikle girişimciler veya diğer büyük pay sahipleri girişim şirketinden çıkış yapmayı (*exit*) tercih ederlerse; yatırımcılar, şirket üzerinde daha fazla kontrol elde edebilmek veya kontrolün başkalarının eline geçmesini önlemek amacıyla da devre konu payları satın alma yeteneğine sahip olmak istemektedir. Bu nedenle, ilk ret hakkı ağırlıklı olarak yatırımcılara tanınan bir hak olsa da zaman zaman tüm pay sahiplerine de tanınabilir.²⁷⁵ Payları devralabilecek ekonomik güce genel olarak yatırımcıların sahip olacağı da dikkate alındığında ilk ret hakkının yatırımcılara tanınması, hakkın pratikte kullanılabilir olmasını da sağlamaktadır.

Girişim sermayesi ekosisteminde ilk ret hakkına olan yaklaşımın yatırımcılara tanınan bir hak olduğu dikkate alınsa da model dokümanlarda yer alan ilk ret hakkı önerilerinin de incelenmesinde fayda olduğu değerlendirilmektedir.

BVCA'nın model dokümanlarında; herhangi bir pay sahibinin paylarına 3. kişiden devir teklifi gelmesi durumunda; imtiyazlı pay sahiplerinin ilk ret hakkının bulunduğu belirtilmektedir.

Startup Estonia'nın model dokümanlarında ise herhangi bir pay sahibinin paylarına ilişkin gerek mevcut pay sahiplerinden gerekse 3. kişilerden bir pay devir teklifi gelmesi durumunda; tüm pay sahiplerinin ilk ret hakkının bulunacağı belirtilmektedir.

NVCA'nın model dokümanlarında ise “*Key Holder*” olarak tanımlanan kişilerin (pratikte bu kişilerin girişimciler olacağı değerlendirilmektedir.) paylarına ilişkin herhangi bir devir teklifi alınması durumunda, yatırımcılara ilk ret hakkı tanınmaktadır.

²⁷³ **A Guide to Venture Capital Term Sheets**, BVCA, s. 15 vd.

²⁷⁴ **Preparing a Venture Capital Term Sheet**, Morgan Lewis, s. 17.

²⁷⁵ **Preparing a Venture Capital Term Sheet**, Morgan Lewis, s. 18.

SVCA model dokümanlarında ise imtiyazsız pay sahiplerinin (pratikte bu kişilerin girişimciler olacağı değerlendirilmektedir.) paylarına ilişkin bir devir teklifi gelmesi durumunda belirli bir yüzdenin üzerinde sermayeye sahip olan pay sahiplerinin ilk ret hakkının bulunduğu ifade edilmektedir.

Model dokümanlardaki örneklerden de görüleceği üzere ilk ret hakkı genel olarak yatırımcılara tanınsa da güncel gelişmeler ışığında tüm pay sahiplerine ilk ret hakkı tanınması anlayışı da kuvvetli bir görüş olarak dikkat çekmektedir. Ancak Türk girişim ekosistemindeki genel yaklaşımın; yatırımcılar dışında kalan pay sahiplerinin paylarına devir teklifi gelmesi durumunda yatırımcıların ilk ret hakkına sahip olması yönünde olduğu ifade edilebilecektir.

İlk ret hakkının doğumuna neden olan olay ve kişiler ile hak sahibi kişiler belirlendiğine göre ilk ret hakkındaki diğer önemli üç noktaya da kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır: (i) Bildirim süresi, (ii) teklifin içeriği ve (iii) hakkın kullanılmaması durumu.

Pay sahibinin devir teklifine ilişkin ilk ret hakkı muhataplarını bilgilendirmesi ve hak sahiplerine ilk ret hakkının kullanılıp kullanılmayacağını sorması gerekmektedir. Bu noktada, yapılan bildirim üzerine belirli bir süre verilmesi ve bu süre içerisinde hakkın kullanılıp kullanılmayacağına ilişkin dönüş beklenmesi gerekmektedir. Belirlenen süre içerisinde hakkın kullanıldığına ilişkin hak sahiplerinden bir bildirim gelmez ise hakkın kullanılmadığı kabul edilmektedir. Girişim ekosisteminde işbu bekleme süresi 30 ila 60 gün arasında değişiklik göstermektedir.

Yapılacak bildirimde pay devir teklifine ilişkin bilgilere de yer verilmesi gerekmekte olup bu bilgilerin asgari olarak potansiyel devralan bilgileri, pay başı satış bedeli ve satılan pay adedini içermesi gerekmektedir. Keza, SVCA, BVCA, NVCA ve Startup Estonia'nın model dokümanları da bu anlayış ile paralel düzenlemeler içermektedir. Özellikle potansiyel alıcı bilgisi bu noktada önemlidir. Nitekim, hak sahibi çoğu zaman potansiyel alıcıya karşı olan yaklaşımına göre ilk ret hakkı kullanıp kullanmayacağına karar verecektir. Örneğin, potansiyel devralanın, kurumsal bir risk sermayesi olması durumunda; pay devrine daha olumlu yaklaşılması muhtemeldir.

Ayrıca, ilk ret hakkının kullanılmaması durumunda yapılacak olan devre de kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır. İlk ret hakkının kullanılmaması ile paylar devir teklifine yapan kişiye devredilebilecektir. Fakat burada dikkat edilmesi gereken konu

devrin; ilk ret hakkı sahibi kişilere yapılan bildirimdeki şartlar dahilinde gerçekleştirilmesidir. Ek olarak, söz konusu devrin belirli bir süre içerisinde tamamlanmaması durumunda yükümlülük sahibinin tekrardan ilk ret hakkı sahiplerine bildirim yapması gerekmektedir. Nitekim aradan geçen sürede hak sahiplerinin pay devrine yaklaşımları, güncel gelişmeler ışığında farklılaşmış olabilir. Bu noktada, pay devir işleminin tamamlanma süresinin (bir başka ifade ile ilk ret hakkına yönelik bildirimlerin tekrardan yapılmasına gerek olmayan süre zarfı) 3 ila 6 ay arasında belirlendiği görülmektedir.

Son olarak pay sahipleri sözleşmesinde izin verilen devirler²⁷⁶ olarak kararlaştırılan konularda (iştiraklara payların devredilmesi gibi), diğer pay devir kısıtlamalarında olduğu gibi ilk ret hakkının uygulanmayacağını da belirtmekte fayda vardır.

Netice olarak, yatırımcı herhangi bir pay sahibine bildirim yapmadan kolayca şirketteki paylarını satmak (*exit*) istediği için ilk ret hakkı yükümlüsü olmak istemez, yalnızca ortaklık yapısını kontrol edebilmek için ilk ret hakkı tanınan pay sahibi olmayı ister. Yatırımcının bu anlayışının da makul olduğu değerlendirilmektedir. Nitekim, yatırımcının temel amacı şirkette sahip olduğu payları satarak gelir elde etmektir. Bu nedenle de yatırımcı için pay satışının zorlaştırılması yatırımcının yatırım yapma amacı ile bağdaşmaz. Madalyonun öteki yüzü olan girişimcinin ilk ret hakkı yükümlüsü olması ise olağan bir sonuçtur. Nitekim girişimciden, emeğini şirkete vakfetmesi, şirkette olabildiğince uzun süre kalması, bu doğrultuda da şirketin gelişimine yüksek katkı sunması beklenmektedir.

Son bir not olarak, ilk ret hakkının doğurduğu birkaç olumsuz etki nedeniyle daha farklı arayışlara girilmiş ve bu arayışlar neticesinde karakteristik olarak ilk ret hakkına benzeyen ilk teklif hakkı ortaya çıkmıştır. İlk teklif hakkına çalışmanın devamında yer verilmektedir.

4.4.3. Birlikte Satma Hakkı

İngilizce’de “*tag along right*” ve “*co-sale right*” olarak geçen birlikte satma hakkı da girişim sermayesi yatırımlarında sıklıkla karşılaşılan pay devir kısıtlamalarından biridir.²⁷⁷

²⁷⁶ Global örneklerde “*Permitted Transfers*” olarak geçmektedir.

²⁷⁷ Feld, Mendelson, **a.g.e.**, s. 151 vd.

Birlikte satma hakkı, pay sahibinin paylarının bir kısmını satmak istemesi durumunda; şirketin mevcut pay sahiplerinin bu pay satışına kendi payları ile katılmasını ifade etmektedir. Bu tarz bir birlikte satmada satıcı pay sahibi daha az pay satışı gerçekleştirmekte ve satılacak payların bir kısmı, satışa katılan pay sahiplerinin paylarından karşılanmaktadır.

Birlikte satma hakkının birkaç farklı anlayış çerçevesinde düzenlenen bir hak olduğunu ifade etmekte fayda bulunmaktadır: (i) ortaklık yapısı değişikliğinde şirketten çıkış amacı, (ii) satıcı pay sahibinin aldığı tekliften faydalanma amacı.²⁷⁸

Birlikte satma hakkı; esas olarak girişimciler veya şirketi kontrol eden diğer pay sahiplerinin blok şeklinde paylarını satmak istemeleri durumunda; yatırımcıların çıkarlarını korumak için tasarlanmıştır. Nitekim, bu tarz satışlar ile kontrol başka kişilerin eline geçebilecektir. Yatırımcının şirkete dahil olduğu esnadaki ortaklık yapısı, yapılacak olan devir ile değişeceğinden yatırımcı da şirketten çıkış yapmak isteyebilecektir.²⁷⁹

Yukarıda belirtildiği üzere, birlikte satma hakkının sağladığı bir diğer avantaj ise azınlık pay sahibinin, kontrol sahibi pay sahibinin elde ettiği özel tekliften yararlanabilmesine imkân tanınmasıdır. Nitekim, payların çoğunluğuna sahip pay sahibi ticari açıdan daha güçlü olduğu için daha avantajlı bir pay devir teklifi alabilecektir. Azınlık pay sahibi de bu avantajlı teklif kapsamında satış işlemine katılacak ve normal şartlarda belki de kendisinin alamayacağı bir tekliften faydalanacaktır.

Birlikte satma hakkının girişim sermayesi özelinde nasıl kurgulandığının daha iyi anlaşılabilmesi için yine global örnekleri incelemekte fayda olduğu düşünülmektedir.

BVCA'nın model dokümanlarına göre, kontrol değişikliği oluşturacak bir pay devrinde ilk ret hakkına ilişkin süreç tamamlandıktan sonra ilk ret hakkını kullanmayan imtiyazlı pay sahiplerinin söz konusu satış işlemine katılıp katılmayacaklarına ilişkin bildirim yapılması gerekmektedir. İmtiyazlı pay sahipleri bu bildirimle istinaden söz konusu pay devrine katılma hakkını haizdir. Öte yandan, kontrol değişikliği oluşturmayan pay devirlerinde dahi, imtiyazlı pay sahiplerine göre

²⁷⁸ Gülşah Yılmaz, 2018, **Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı (Tag Along & Drag Along Rights)**, s. 36.

²⁷⁹ **Preparing a Venture Capital Term Sheet**, Morgan Lewis, s. 17.

daha küçük bir küme olan “*Major Investor*” tanımına giren kişilerin söz konusu pay devrine şirketteki pay sahiplik oranları doğrultusunda katılma hakkı (birlikte satma hakkı) bulunmaktadır.

Startup Estonia’nın model dokümanlarında ise imtiyazsız pay sahiplerinin veya girişimcilerin pay devri yapmak istemesi durumunda ilk ret hakkına ilişkin süreç tamamlandıktan sonra yatırımcılara ilgili pay devrine katılmak isteyip istemediklerinin sorulması gerektiği düzenlenmektedir. Birlikte satma hakkı bulunan yatırımcılar, söz konusu devir işlemine şirketteki pay sahiplik oranı çerçevesinde katılabilecektir. Öte yandan, ya çoğunluğu temsil eden payların satışında ise tüm pay sahipleri, pay sahiplik oranına bakmaksızın tüm payları ile ilgili satış işlemine katılma hakkını haizdir.

NVCA model dokümanlarında ise ilk ret hakkı prosedürünün tamamlanması sonrasında “*Key Holder*” olarak tanımlanan kişilerin (pratikte bu kişilerin girişimciler olacağı değerlendirilmektedir.) yatırımcılara ilk ret hakkını kullanıp kullanmayacaklarına ilişkin bildirim yapması gerektiği düzenlenmektedir. İlk ret hakkını kullanmayan yatırımcılar, söz konusu satışa şirketteki pay sahiplik oranı çerçevesinde katılabilecektir. Kontrol değişikliği doğuran satışlarda ise tüm paylar ile ilgili satışa katılınabilecektir.

Görüldüğü üzere erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda iki farklı durum için birlikte satma hakkı kurgulandığı görülmektedir: (i) kontrol değişikliği oluşturmayan pay devirleri ve (ii) kontrol değişikliği oluşturan pay devirleri. Kontrol değişikliği oluşturmayan pay devirlerinde, birlikte satma hakkı olan pay sahipleri satışa, şirketteki payları oranında katılmaktadır. Ancak, kontrol değişikliği oluşturan pay devirlerinde, birlikte satma hakkı olan pay sahipleri satışa, tüm payları ile katılabilmektedir. Bu farklılığın nedeni, kontrol değişikliği ile birlikte şirketin ortaklık yapısının asli derecede değişim göstermesi ve şirket kontrolünün üçüncü bir kişiye geçmesi nedeniyle birlikte satma hakkı sahiplerinin şirketten tamamen çıkmak isteyebilecek olmasıdır. Kaldı ki, payların çoğunluğunun satılması (payların çoğunluğu asgari olarak şirket sermayesinin %51’idir.) durumunda; satışa konu edilmeyen payların tamamının satın alınmasına imkân tanıyacak oranda bir satış gerçekleştirilmektedir. Bu nedenle birlikte satma hakkı sahipleri teknik olarak tüm payları ile satışa katılabilecektir. Ancak kontrol değişikliği oluşturmayan satışlarda, birlikte satma hakkı sahiplerinin teknik olarak tüm paylarının satın alınması mümkün değildir. Somut bir örnek vermek gerekirse, tüm pay sahiplerinin birlikte satma

hakkının bulunduğu şirkette pay sahiplik oranları sırasıyla %30, %60 ve %10 olan üç pay sahibi bulunmaktadır. Şirket sermayesinin %10'una sahip pay sahibinin paylarının satılması durumunda; satışa konu paylar %10 ile sınırlıdır. Bu durumda şirket sermayesinin %90'ını temsil eden pay sahiplerinin tüm payları ile (%90) satışa katılması mümkün değildir. Nitekim alıcının teklifi yalnızca payların %10'una ilişkindir. Bu nedenle kontrol değişikliği oluşturmayan pay devrinde, birlikte satma hakkı bulunan pay sahipleri, şirketteki pay sahiplik oranları çerçevesinde satışa katılabilirler. Satışa konu olan %10'un; %3'lük kısmı şirket sermayesinin %30'una sahip pay sahibi, %6'luk kısmı ise şirket sermayesinin %60'ına sahip pay sahibi tarafından karşılanacaktır. Bakiye %1'lik kısım ise asıl devir teklifini alan ve şirket sermayesinin %10'una karşılık gelen adette paya sahip pay sahibi tarafından karşılanacaktır. Öte yandan, alıcının teklifinin şirket sermayesinin %60'ına ilişkin olması durumunda; işbu %60'lık oran ile gerek şirket sermayesinin %30'una sahip pay sahibinin paylarının gerekse şirket sermayesinin %10'una sahip pay sahibinin paylarının devralınması sağlanabilecektir. Bakiye kısım olan %20'lik kısım ise asıl devir teklifini alan ve şirket sermayesinin %60'ına sahip olan pay sahibi tarafından karşılanacaktır.

Birlikte satma hakkında dikkat çekilmek istenilen son konu ise bu hakkın ilk ret hakkı sonrasında uygulamaya giren bir hak olmasıdır. Nitekim, ilk ret hakkı sahiplerine ilk ret hakkı ile ortaklığın yapısını koruma imkânı sağlanmakta ancak ilk ret hakkını kullanmayarak ortaklık yapısını korumak istemeyen ilk ret hakkı sahiplerine ikinci aşamada tanınan birlikte satma hakkı ile şirketten çıkış yapma (*exit*) imkânı sağlanmaktadır. Başka bir ifade ile ilk ret hakkı ve birlikte satma hakkı aracılığıyla hak sahiplerine, “*ortaklık yapısını koruma*”, “*ortaklık yapısının korunamaması durumunda ise şirket çıkma*” imkânı tanınmaktadır.

Son olarak, birlikte satma hakkını kullanarak paylarını alıcıya devreden pay sahiplerinin de ana teklifi alan pay sahibi ile birlikte paylara ilişkin beyan ve tekeffüllerde bulunması gerektiği değerlendirilmektedir.

4.4.4. Sürükleme Hakkı

İngilizce'de “*drag along right*” olarak ifade edilen sürükleme hakkı, şirket paylarının tamamına ilişkin bir devir teklifi gelmesi ve bu devir teklifinin şirket sermayesinin belirli bir kısmı tarafından onaylanması durumunda; devre onay vermeyen pay sahiplerinin de devre onay veren pay sahipleri tarafından paylarını

satmaya zorlanmasını ifade eder.²⁸⁰ Örnek vermek gerekirse, şirket sermayesinin %80'ini oluşturan pay sahiplerinin, şirketin tamamen satılmasına onay vermesi durumunda; onay vermeyen ve şirket sermayesinin %20'sini temsil eden pay sahipleri; onay veren pay sahipleri tarafından satışa zorlanacaktır. Başka bir ifade ile şirket sermayesinin %20'sini temsil eden pay sahipleri; her ne kadar satış işlemine onay vermemiş olsalar da üstlendikleri sözleşmesel yükümlülük nedeniyle paylarını devretmek zorunda olacaktır. Netice olarak, sürüklenme hakkı, çoğunluk pay sahiplerine, azınlık pay sahiplerinin satış işlemini engellemesinin önüne geçme imkânı tanımaktadır.

Şirketin tamamını satın almak isteyen bir alıcı, şirketin tüm pay sahiplerinin paylarını satmak istememesi durumunda söz konusu işlemde vazgeçebilir. Nitekim alıcı, şirketteki azınlık pay sahiplerinin bulunmasını istemeyebilir. İşbu azınlık pay sahipleri her ne kadar şirketi kontrol edemeyecek olsa da belirli haklara sahip olacaktır. Alıcı, bu haklara ilişkin sorumluluk üstlenmek istemediği için şirket paylarının tamamını satın almak istemektedir.²⁸¹

Sürüklenme hakkı ile daha yüksek tutarlı bir devir teklifi alınmasının önü de açılmaktadır. Nitekim, şirketin tamamı satın alındığında ortakların daha yüksek bir teklif alma ihtimali muhtemeldir. Söz gelimi şirketin %80'i için 80 milyon Amerikan Doları teklif alınırken şirketin %100'ünün satıldığı senaryoda 100 milyon Amerikan Doları satış bedeli yerine daha yüksek bir tutarda satış bedeli teklif edilebilecektir. Aradaki fark, şirket kontrolünün tamamının, alıcıya geçmesi kaynaklı bir gölge değer olarak değerlendirilebilecektir.²⁸²

Bu noktada, girişim sermayesi ekosisteminde; sürüklenme hakkına olan yaklaşıma da değinmekte fayda bulunmaktadır. BVCA'nın model dokümanlarına göre, payların tamamına ilişkin bir devir teklifi alınması ve bu devir teklifinin sermayenin çoğunluğu tarafından onaylanması durumunda; devri onaylamayan pay sahipleri de satış işlemine katılmakla mükellef olacaktır. Ancak işbu sermaye çoğunluğunun içerisinde yatırımcıların çoğunluğunun da bulunması gerekmektedir. Başka bir ifade ile sürüklenme hakkının uygulanabilir olması için her halükârda yatırımcıların çoğunluğunun da onayının alınması gerekecektir.

²⁸⁰ **A Guide to Venture Capital Term Sheets**, BVCA, s. 16.

²⁸¹ **A Guide to Venture Capital Term Sheets**, BVCA, s. 16. Yılmaz, **a.g.e.**, s. 260.

²⁸² Yılmaz, **a.g.e.**, s. 266.

NVCA model dokümanlarına göre, imtiyazsız payların çoğunluğunu temsil eden pay sahipleri ile imtiyazlı pay sahiplerinin çoğunluğunu temsil eden pay sahiplerinin 3. kişiden gelen şirket paylarının devri teklifine onay vermesi durumunda; pay devrini reddeden pay sahipleri satış işlemine sürüklenecektir. Burada, imtiyazlı payların yatırımcılar için ihraç edildiği dikkate alınırsa sürüklenme hakkının tetiklenmesi için her halükârda yatırımcıların çoğunluğunun onayı gerekecektir.

Startup Estonia model dokümanlarında da NVCA dokümanların ile paralel bir anlayış hakimdir. Sürüklenme hakkının kullanılabilmesi için imtiyazsız payların çoğunluğunu temsil eden pay sahipleri ile yatırımcı paylarının çoğunluğunu temsil eden pay sahiplerinin devir teklifine onay vermesi gerekmektedir.

Görüleceği üzere sürüklenme hakkının tetiklenmesi için ağırlıklı olarak yatırımcının onayı aranmaktadır. Bunun sebebi; erken aşama girişim şirketlerinde yatırımcıların pay sahiplik oranının düşük olması nedeniyle; yatırımcıların, sürüklenme riski bulunan grup içerisinde yer almasıdır. Bu nedenle sürüklenme hakkının söz konusu olabilmesi için özel olarak yatırımcıların belirli bir çoğunluğunun da onayı aranmaktadır. Bu bahisle erken aşama girişim şirketlerinde sürüklenme hakkının, pay sahibi çalışanlar, melek yatırımcılar gibi grupları hedef aldığı ifade edilebilecektir.²⁸³

Türk girişim sermayesi ekosisteminde, sürüklenme hakkını söz konusu olabilmesi için gelen teklifin asgari olarak belirli bir tutarın üzerinde olması şartı da aranmaktadır. Global örneklerde asgari bir tutar yer almadan sürüklenme hakkı maddesi kurgulanmasına rağmen Türkiye’de yatırımcılar asgari bir tutar belirlemek istemektedir. Bu asgari tutar da yatırımcının, söz konusu yatırımdan elde etmek istediği getiri çarpanı doğrultusunda şekillenmektedir.

Netice olarak erken aşama girişim şirketlerinde, azınlık pay sahiplerinin satışa engel olmasının önlenmesi için kurgulanan sürüklenme hakkı doğrudan yatırımcı lehine bir düzenleme olmayıp dolaylı olarak şirketten çıkış yapılabilmesini (*exit*) kolaylaştırmaktadır.

²⁸³ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 37.

4.4.5. İlk Teklif Hakkı

İngilizce’de “*right of first offer*” olarak geçen ilk teklif hakkı esasında ilk ret hakkı ile benzer nitelikte bir haktır. İlk ret hakkında açıklandığı üzere paylara ilişkin bir teklif gelmesi durumunda teklifi alan kişinin, ilk ret hakkı sahiplerine söz konusu payları almak isteyip istemediklerini sorması gerekmektedir. İlk teklif hakkında ise herhangi bir kişiden devir teklifi almasa dahi paylarını devretmek isteyen pay sahibinin, devretmek istediği adetteki payı ve pay başı değeri de içerecek bir bildirimle söz konusu payları ilk olarak ilk teklif hakkı sahiplerine teklif etmesini ifade etmektedir. İlk teklif hakkı sahipleri kendisine teklif edilen payları satın almak istemez ise bildirim yapan pay sahibi, bildirimde yer alan şartlar dahilinde paylarını 3. kişilere devretme imkanı kazanmaktadır. Birden fazla ilk teklif hakkı pay sahibinin bulunması ve birden fazla ilk teklif hakkı sahibinin, teklife konu payları almak istemesi durumunda; ilk ret hakkında olduğu gibi teklifi kabul eden pay sahiplerinin kendi aralarındaki pay sahiplik oranların çerçevesinde payların devralınacağını da belirtmekte fayda bulunmaktadır. Ayrıca, ilk teklif hakkında da ilk ret hakkında olduğu gibi tüm payların devralınma zorunluluğu bulunduğu aksi takdirde ilk teklif hakkının kullanılamayacağı değerlendirilmektedir. Nitekim, ilk ret hakkındaki tüm payların devralınmaması durumunda doğan çekinceler ilk teklif hakkında da doğmaktadır.

Bir pay sahibinin hem ilk ret hakkı hem ilk teklif hakkı yükümlüsü olması söz konusu iki hakkın benzer kapsamda haklar olması nedeniyle mümkün değildir. Bu nedenle, girişim sermayesi ekosisteminde ilk ret hakkı yükümlüsü olan girişimciler de ortaklık yapısını korunması amacıyla pay devrini zorlaştıran (şirketten çıkış imkanlarını zorlaştıran) ilk ret hakkının yükümlüsü olmayı kabul etmeyen yatırımcıların, ilk teklif hakkı yükümlüsü olmasını teklif etmektedir. İlk teklif hakkı, ilk ret hakkına göre pay devrini daha az zorlaştırmaktadır. Nitekim girişim şirketinin paylarının devralmak isteyen yatırımcı devir öncesi süreçte birçok hazırlık ve masraf yapmaktadır. Örneğin *due diligence* olarak adlandırılan şirkete yönelik durum tespit çalışmaları yapılarak şirket gerek mali gerek vergisel gerekse hukuki olarak incelenmektedir. Durum tespit çalışmaları sonucunda ortaya çıkan bulgulara rağmen potansiyel alıcı işleme devam etmek isterse paylara yönelik bağlayıcı bir teklif, satıcı pay sahibine iletilmektedir.²⁸⁴ Tam da bu noktada ilk ret hakkı yükümlüsü pay sahibine

²⁸⁴ Duygu Gümüşçü, 2023, **Birleşme ve Devralma İşlemlerinde Durum Tespiti (Due Diligence) Yapılmasının Hukuki Açidan Değerlendirilmesi**, s. 92.

gelen bağlayıcı teklif sonrasında ilgili pay sahibinin devir teklifi kapsamında ilk ret hakkı sahiplerine, ilk ret haklarını kullanmak isteyip istemediklerini sorması gerekmektedir. İlk ret hakkı sahiplerinin, ilk ret haklarını kullanması durumunda payların devri işbu pay sahiplerine yapılmaktadır. Bu noktada da potansiyel devir işlemine yönelik *due diligence* gibi birçok çalışma yürüten, masraflar yapan ve en önemlisi de potansiyel işlem için vakit harcayan 3. kişi alıcı, payları devralmak istemesine rağmen payları devralamamaktadır.²⁸⁵ Adeta ilk ret hakkı sahipleri “*Pişmiş aşı, su katmaktadır.*”. Ancak ilk teklif hakkında tüm bu süreçler başlamadan önce payları, ilk teklif hakkı sahiplerine teklif eden satıcı pay sahibi, ilgili pay sahiplerinin ilk teklif haklarını kullanmaması durumunda paylarını serbestçe devredebilmektedir. Bu vesile ile de potansiyel alıcı, ilk teklif hakkı sürecinin tamamlanmasından sonra kural olarak kendi hakimiyet alanı dışında kalan bir sebep ile²⁸⁶ işlemin gerçeklememe ihtimalinin bulunmadığı bilinci ve rahatlığı hareket edebilmektedir.

Netice olarak girişim sermayesi yatırımlarında ilk teklif hakkı; yatırımcılara ilk ret hakkı tanınmasının kabul edilmediği durumlarda girişimcilere de ortaklık yapısını koruma imkanı sağlamaktadır.

İlk teklif hakkı girişim sermayesi yatırımlarında diğer pay devir kısıtlamalarına göre daha az karşılaşılan bir hak olup gerek BVCA gerek NVCA gerekse Startup Estonia’nın model dokümanlarında özel olarak düzenlenmemektedir. Taraflar, müzakere güçlerine göre işbu hakkı pay sahipleri sözleşmesine dahil etmektedir.

4.4.6. Diğer Opsiyon Hakları

Erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda, yatırımcı lehine tanınan pay opsiyon haklarına bu başlık altında yer verilmiş olsa da bu opsiyon hakları istisnai durumlar haricinde tüm yatırımcılara benzer kapsamda sağlanan hakları ifade etmektedir. Ancak, tarafların müzakere güçlerine ve yatırımın niteliğine göre yatırımcılara tanınan ve tam anlamıyla sektör standardı haline gelmemiş bazı pay opsiyon haklarına da kısaca değinmek gerekmektedir.

²⁸⁵ Hukuki durum tespit çalışmasında; avukatların, hedef şirketin pay sahipleri arasında bir ilk ret hakkı, ön alım hakkı bulunup bulunmadığını öncelikli olarak değerlendirmesi isabetli olacaktır. Bu kapsamda bir pay opsiyon hakkının bulunması durumunda, söz konusu durumun potansiyel alıcıya bildirilmesinin faydalı olduğu değerlendirilmektedir. Bu sayede zaman ve masraftan tasarruf edilmesi de mümkün olabilecektir.

²⁸⁶ Rekabet otoriteleri tarafından işleme izin verilmesi gibi çeşitli süreçlerin de alıcının hakimiyet alanında olmadığı ifade edilebilecektir.

Şirkette pay ihraç edilmesini sağlayabilecek borç sözleşmelerinin öncelikli olarak yatırımcılara teklif edilmesini ifade eden “*pre-emption right*” ile yatırımcıya, pay sahiplik oranını koruması imkanı sağlanmaktadır.²⁸⁷ Türk hukukundaki rüçhan hakkına benzeyen “*pre-emption right*” ‘ı, rüçhan hakkından ayıran özellik ise rüçhan hakkının yalnızca sermaye artırımlarında kullanılabilen bir hak olmasına rağmen “*pre-emption right*” ‘ın sermaye artırımı haricinde pay ihracı sonucu doğurabilecek sözleşmelere de taraf olma imkanı sağlamasıdır.

Türk ekosisteminde, sermaye ihracı sonucu doğurabilecek sözleşmelerin yatırımcının belirlediği yönetim kurulu üyesinin onayını gerektiren bir işlem olarak belirlendiği de sıklıkla görülmektedir. Bu sayede yatırımcı, pay sahiplik oranının azalması sonucu doğurabilecek bir işlem hakkında bilgi sahibi olmakta ve bu işlemi dolaylı yoldan veto etme hakkına sahip olmaktadır. Yatırımcı söz konusu işlemi veto etmese dahi borç sözleşmesindeki borç tutarının, sermayeye dönüşeceği esnada rüçhan hakkını kullanarak pay sahiplik oranını koruma imkanına da sahiptir.

İngilizce’de “*put option*” olarak geçen ve Türkçe’ye satım hakkı olarak tercüme edilebilecek olan hak, esasında yatırımcıya ait olan payların girişimcilere nominal bedel üzerinden satılmasını imkân tanımaktadır. Yatırımcı satım hakkını, şirketteki ortaklığını sona erdirmek istediğinden kullanmaktadır. Nitekim, ortaklıktaki pay sahipliğini sona erdirebilmek için kural olarak payların devredilmesi gerekmektedir.²⁸⁸ Satım hakkı neticesinde girişimci; yatırımcının çeşitli nedenlerle yatırım yapılan şirketteki ortaklığını sona erdirmek istediğinde yatırımcıya ait payları nominal bedel üzerinden devralmakla yükümlü olmaktadır. Yatırımcının ortaklığı sona erdirmek isteme nedenlerine ise yatırım yapılan sektörden çıkış yapma isteği, mevzuattan doğan yatırım sınırlamalarına²⁸⁹ uyum sağlama gerekliliği örnek gösterilebilir. Yurt dışında sıklıkla karşılaşılan işbu satım hakkının, Türk ekosisteminde kullanılmasının önünde Türk mevzuatından doğan bir çekince de bulunmaktadır. Her ne kadar erken aşama girişim şirketlerinin esas sermaye tutarları düşük olduğundan nominal değer üzerinden

²⁸⁷ **A Guide to Venture Capital Term Sheets**, BVCA, s. 15.

²⁸⁸ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 178.

²⁸⁹ GSYF Tebliği’nin 23 üncü maddesinin üçüncü fıkrasına göre, girişim sermayesi yatırım fonları “Yurt dışında yerleşik olup borsada işlem görmeyen ve gelişme potansiyeli taşıyan şirketlere 18 inci maddenin üçüncü fıkrasının (a), (b) ve (f) bentlerinde belirtilen yöntemlerle fon toplam değerinin azami %10’una kadar yatırım yapılabilir.”. Girişim sermayesi yatırım fonu, işbu %10 oranındaki sınırı aştığında mevzuata uyum sağlamak amacıyla satım hakkını kullanarak yurt dışında ortak olduğu girişim şirketindeki ortaklığını sona erdirmek isteyebilir.

satım hakkının girişimcilere ek bir külfet doğurmayacağı düşünülse de yatırım tutarının büyük kısmını oluşturan ve şirket hesaplarında emisyon primi olarak izlenen tutarın sermayeye eklenmesi durumunda satım hakkının kullanılması girişimci nezdinde katlanılması güç bir külfet doğurabilir. Nitekim satım hakkı, tamamen yatırımcının takdirine bağlı olarak herhangi bir kısıtlamaya tabi olmaksızın kullanılan bir haktır.²⁹⁰

Yine “*call option*” ve “*put option*” olarak adlandırılan alım hakkı ve satım hakkı; pay sahipleri sözleşmesinin ihlal edilmesi durumunda girişimci paylarına yönelik yatırımcıların kullanabileceği bir tazminat hakkı olarak değerlendirilebilir. Girişimcinin pay sahipleri sözleşmesinde kararlaştırılan esaslı yükümlülüklerini ihlal etmesi durumunda; yatırımcı, girişimci paylarının tamamını veya belirli bir kısmını iskontolu bir değer üzerinden satın alma hakkına sahip ise alım hakkından (*call option*) söz edilebilecektir. Bu gibi durumlarda yatırımcı, alım hakkını kullanabileceği gibi sahip olduğu payları, gerçek değerinin üzerindeki bir değerden girişimcilere satma hakkını (*put option*) kullanabilir.²⁹¹ Yatırımcı, payları iskontolu bir değerden girişimciden satın alarak veya kendisine ait payları, payların gerçek değeri üzerindeki bir tutardan girişimcilere satarak zararını tazmin etmektedir. Alım ve satım hakkının, son dönemde cezai şart ile zarar tazminin sağlanması anlayışından uzaklaşan Türk ekosisteminde sıklıkla tercih edildiği de görülmektedir.

Girişim ekosisteminde her ne kadar ilk ret hakkı, birlikte satma hakkı, sürüklenme hakkı ve ilk teklif hakkı kadar popüler haklar olmasa da işbu başlık altındaki yatırımcı hakları ile yatırımın özelliğine ve tarafların müzakere gücüne bağlı olarak karşılaşılmaktadır.

4.4.7. İzin Verilen Devirler

Her ne kadar pay sahiplerine bu başlık altında açıklanan yatırımcı hakları aracılığıyla belirli pay devir kısıtlamaları getirilse de belirli pay devirlerinde bu sınırlandırmaların uygulanmayacağına ilişkin düzenlemelere pay sahipleri sözleşmelerinde yer verilmektedir. Ağırlıklı olarak girişimcilerin yapacakları pay devirlerine ilişkin düzenlenen pay devir sınırlandırması istisnaları belirli durumlarda yatırımcılara da tanınmaktadır. Nitekim, çalışmanın önceki kısımlarında belirtilen pay

²⁹⁰ Detaylı bilgi için bkz. “2.2.3. *Primli Pay İhracına Duyulan İhtiyaç*”.

²⁹¹ **A Guide to Venture Capital Term Sheets**, BVCA, s. 12.

opsiyon haklarına ilişkin borçlu, yatırımcı sıfatını haiz kişiler olmasa da tarafların müzakere güçlerine göre işbu pay devir sınırlandırmalarına yatırımcılar da tabi olabilmektedir. Bu nedenle yatırımcıların gerçekleştireceği belirli pay devirlerinde, herhangi bir pay devir kısıtlanmasının uygulanmayacağına yönelik düzenlemeler ile karşılaşılabilir.

Startup Estonia'nın model dokümanlarında yatırımcının kendisine ait payları; ilişkili taraflarına serbestçe devredilebileceği belirtilmektedir. Öte yandan girişimciler de kendi paylarını, yatırımcılara nazaran daha dar bir kapsamdaki ilişkili taraflarına serbestçe devredebilmektedir. Benzer kapsamda izin verilen devirler düzenlemelerine BVCA ve NVCA'nın model dokümanlarında da yer verilmektedir.

Türk ekosisteminde, girişimcilerin belirli bir süre ile pay devri yasaklanmış olsa da sahip olduğu payların belirli bir kısmını, pay devir yasağı döneminde dahi satmasına izin verilmektedir. Bu belirli kısmın girişimciye ait payların %5 ila %10'u olduğu görülmektedir. Girişimciye tanınan işbu serbest devrin altında yatan sebep, girişimcinin çeşitli sebeplerle nakdi kaynağa ihtiyaç duyması durumunda; sahip olduğu payların belirli bir kısmını satarak söz konusu kaynağa erişim sağlamasına imkân tanınmasıdır. Bu sayede girişimcinin motivasyonunun da yüksek tutulacağını inanılmaktadır.

Yatırımcı tarafında serbest devir hakkına izin verilmesinin nedeni ise özellikle girişim sermayesi yatırım fonları bakımından önem arz etmektedir. Nitekim, girişim sermayesi yatırım fonları sürekli olarak kurulan ve kural olarak ihraç belgesinde yer alan sürenin sona ermesi ile tasfiyeye giren bir mal varlığı topluluğudur. Bu nedenle girişim sermayesi yatırım fonunun süresinin sona ermesine yakın, sahip olunan girişim şirketi payları; söz konusu fonu yöneten portföy yönetim şirketi tarafından kurulmuş başka bir girişim sermayesi yatırım fonuna devredilebilecektir. Girişim şirketi payları likit bir varlık olmadığından kolaylıkla nakde çevrilememekte bu nedenle henüz potansiyeline erişmemiş girişim şirketi payları bu şekilde değerlendirilmektedir. Böyle bir devir yapılmazsa girişim şirketinin payları fon süresinin sona ermesi nedeniyle gerçek değerinin çok altında bir değerle satışa konu edilebilir.

Netice olarak, her ne kadar alışlagelmiş dışında olsa da yatırımcıya yönelik pay devir kısıtlamaları getirilmesi durumunda; yatırımcı, sahip olduğu istisnai devir hakları ile belirli durumlar özelinde geniş bir hareket alanı bulmaktadır. Bu hareket alanı da yatırımcıya tanınan bir hak olarak değerlendirilecektir.

4.4.8. Pay Devir Kısıtlamalarının Bağlam Kuralları Kapsamında Değerlendirilmesi

Girişim sermayesi yatırımlarında; pay sahipleri sözleşmesinde yer verilen pay devir kısıtlamalarının TTK kapsamında değerlendirilmesinin de faydalı olacağı değerlendirilmektedir.

4.4.8.1.TTK Kapsamında Bağlam

Anonim şirketlerde, pay devrinin kolaylığı ön planda tutulmaktadır. Böyle bir yaklaşımın, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan pay devir kısıtlamalarına uygun düşmediği ilk etapta varılabilecek bir sonuçtur. Ancak nama yazılı paylar bakımından pay devir sınırlandırılmalarının kurgulanmasına TTK’da izin verilmektedir. TTK’da pay devir kısıtlamalarının uygulanacağı senaryolar, bağlam kuralları olarak ifade edilmektedir. Anonim şirketler her ne kadar bir sermaye ortaklığı olsa da belirli durumlarda bu sermaye ortaklıklarında pay sahiplerinin kişilikleri de önem kazanmaktadır.²⁹² Özellikle aile şirketlerinde yaşanan bu durumun bir benzerinin girişim şirketlerinde de söz konusu olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Nitekim aile şirketlerinde olduğu gibi girişim şirketlerinde de ortaklığın yabancılaşmaması ve ortaklığa katılacak kişilerin kontrol edilebilmesi esası hakimdir. Kaldı ki, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan pay devir kısıtlamaları da tam bu amaçtan neşet etmektedir.

TTK’da iki türlü bağlam kuralı bulunmaktadır: (i) Kanuni bağlam kuralları ve (ii) esas sözleşmeye bağlı bağlam kuralları. Kanuni bağlam kuralları TTK’nın 491 inci maddesinde yer verildiği üzere bedeli ödenmemiş nama yazılı payların ancak şirket onayı ile devredileceği gibi TTK’dan doğan bağlam kurallarını ifade etmektedir. Erken aşama girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımlarında yer verilen pay devir kısıtlamalarının kanuni bağlam çerçevesinde yorumlanamayacak olması nedeniyle bu başlık altında esas sözleşme aracılığıyla getirilen bağlam kuralları incelenecektir.²⁹³

Kanun koyucu, belirli şirketler bakımından ortaklık yapısının korunmasının pay tedavül kolaylığının önüne koymuş olacaktır ki bağlam kuralları ile pay devir serbestisi ilkesine bir istisna getirmiştir. Nitekim, belirli şirketlerde ortaklık yapısının

²⁹² Yılmaz, **a.g.e.**, s. 212.

²⁹³ Necdet Uzel, 2015, **6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, s. 56 vd.

korunması işletmenin sürdürülebilirliği ve gelişimi için önem arz etmektedir.²⁹⁴ TTK'nın 493 üncü maddesinde düzenlenen esas sözleşme ile getirilen bağlam kuralları üç ana başlık altında incelenebilir: (i) Esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebep ile pay devrinin reddedilmesi, (ii) devralanın payları kendi nam ve hesabına aldığını beyan etmekten imtina etmesi ve (iii) miras, eşler arası mal rejimi kapsamında yapılan paylaşımlar ve cebri icra kapsamındaki iktisaplarda şirket tarafından önerilen pay değerinin devralan tarafından kabul edilmesi.

Yukarıda yer verilen ve esas sözleşmesel bağlam kurallarından önemli bir sebebin varlığı nedeniyle pay devrinin onaylanmaması; erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda yer verilen pay devir kısıtlamalarının korporatif olarak uygulanmasına imkân sağlamaya en yakın bağlam kuralını teşkil ettiği değerlendirilmektedir. TTK'nın 493 üncü maddesinin ikinci fıkrasında; pay sahipleri çevresinin oluşumu, şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı pay devrinin onaylanmasından kaçınılabilecek önemli sebepler olarak sayılmıştır.²⁹⁵ Bu noktada, önemli sebep kavramının irdelenmesi gerekmektedir. Öncelikle belirtmek gerekir ki, pay sahipliği yapısının korunmasının işletme açısından kritik önem arz etmesi gerekmektedir. Pay sahipliği yapısının korunmaması durumunda, işletme konusunun korunması veya ekonomik bağımsızlığın sürdürülebilmesi mümkün değilse pay sahiplik yapısına ilişkin bağlam kuralı öngörülebilir. Bu noktada, bağlam kuralının objektif ve kolayca anlaşılabilir, şüpheyne mahal bırakmayacak seviyede belirli olması gerekmektedir.²⁹⁶ Girişim sermayesi yatırımlarında pay devir

²⁹⁴ Tekinalp'e göre, şirketin yerli rakipleri tarafından ele geçirilmesi "iç yabancılaştırma" olarak tanımlanmakta olup bağlam kuralları ile bu yabancılaştırmanın önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Ünal Tekinalp, 2012, **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, s. 150.

²⁹⁵ Söz konusu sebepler ilgili fıkra da üç durum olarak belirtilmiş ve burada tahdidi bir dil kullanılmış olsa da TTK'nın gerekçesine göre burada sayılan önemli hallerde sınırlı sayı prensibi bulunmamaktadır. Başka bir ifade ile esas sözleşmede yer alması ve somut olması kaydı ile başka önemli sebep belirlemeleri de yapılabilecektir. Gerekçenin ilgili kısmı şu şekildedir: "Bu maddedeki "haklı sebep" kavramı borçlar hukuku ile şahıs şirketleri hukukunda geçerli olan, ilişkiyi çekilmez hâle getiren haklı sebepten farklı olarak şirket yönünde önemi olan sebebi ifade eder. Tasarı üç kategori öngörmüş olmasına rağmen haklı sebepler sınırlı sayı (numerus clausus) değildir. Hükümde haklı sebep kategorileri (1) paysahipleri çevresinin bileşimi, (2) şirketin konusu ve (3) işletmenin bağımsızlığı olarak belirlenmiştir. Paysahipleri çevresinin bileşimi mehzazın Fransızca metnindeki "composition du cercle des actionnaires", Almanca metnindeki "Zusammensetzung des Aktionärskreises", İtalyanca metnindeki "composizione della cerchia delli azionisti" terimleri ile ifade olunmuştur. "Bileşim" sözcüğünü, Türkçe'de de kullanılan "paysahiplerinin kompozisyonu" şeklinde anlamak doğru olur."

²⁹⁶ Bozkurt, a.g.e., s. 68 vd.

kısıtlamalarına ilişkin nasıl bir bağlam kuralı belirleneceği ise akıllara gelen bir sorudur. Nitekim, bağlam kuralının geçerli olabilmesi için söz konusu bağlam kuralının belirgin ve somut olması gerekmektedir.²⁹⁷ Girişim sermayesi yatırımlarında nasıl bir bağlam kuralına yer verilmesi gerektiğine geçmeden önce en sık karşılaşılan bağlam kurallarına ve gerekçelerine de kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır.

Bağlam denince akla ilk olarak payı devralacak kişinin sahip olması gereken bazı kişisel veya mesleki nitelikler gelmektedir. Örneğin, bir tıp merkezinin pay sahiplerinin tıp doktorlardan oluşmasına yönelik bir bağlam kuralı getirilmesi durumunda kuralın belirgin olduğu değerlendirilmektedir.²⁹⁸ Nitekim, tıp doktoru olabilmek için gerekli şartlar objektif ve şüphe doğurmayacak niteliktedir. Kaldı ki, ortaklık yapısının tıp doktorlarından oluşması tıp merkezinin sürdürülebilirliğinin sağlanmasına da katkı sağlamaktadır. Bu nedenle burada önemli bir sebebin varlığından bahsedilebilecektir. Bağlam kuralının oluşturulmasında önemli sebep olarak değerlendirilen bir diğer sebep ise ortaklığa rakiplerin dahil olmasının önüne geçilmesidir. Bir ortaklığın, rakiplerini kendisinden uzak tutmak istemesi olağan bir durumdur. Nitekim, rakiplerin ortaklığa dahil olması şirket menfaatlerini zedeleyebilir ve ekonomik birliği bozabilir. *Tekinalp*'e göre, anonim şirketin rakibinin, şirkete ortak olmasını engelleyen bağlam kuralları geçerlidir. Aksi takdirde, ortaklığın ekonomik bağımsızlığı yok olabilir.²⁹⁹ Aile şirketlerinde de ortaklığın aile dışına açılmaması için düzenlenen bağlam kuralları ile karşılaşmaktadır. *Tekinalp*'e göre, aile şirketlerinde aile bileşimine bağlı bağlam kuralı düzenlenmesi mümkündür.³⁰⁰ *Akın* da aile şirketlerinde aileye bağlı bağlam kuralının geçerli olacağını savunmaktadır.³⁰¹

4.4.8.2. Girişim Sermayesi Yatırımları Özelinde Değerlendirme

Yukarıda verilen çeşitli önemli nedenler kapsamında oluşturulan bağlam kuralları çerçevesinde; girişim şirketindeki önemli nedenin, pay sahiplerinin şahsi veya mesleki niteliklerinin ortaklığın gelişiminde asli bir aktör olması olduğu değerlendirilmektedir. Ancak girişim şirketleri yalnızca girişimcilerden oluşmamaktadır. Girişim şirketlerinin bir diğer önemli aktörü de finansman sağlayan

²⁹⁷ *Bozkurt*'a göre, bağlam kurallarının belirgin olması gerekmesine rağmen günün sonunda işbu belirlilik yönetim kurulu tarafından değerlendirilecektir. Kaldı ki, belirginlik kriteri de bir yere kadar objektifleştirilebilecektir. *Bozkurt, a.g.e., s. 72.*

²⁹⁸ *Bozkurt, a.g.e., s. 84.*

²⁹⁹ *Tekinalp, a.g.e., s. 150 vd.*

³⁰⁰ *Tekinalp, a.g.e., s. 155 vd.*

³⁰¹ *Murat Yusuf Akın, 2014, Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Paylar, s. 54.*

yatırımcılardır. Bu nedenle, girişimci ile yatırımcının şahsi nitelikleri aynı olmadığı için bağlam kuralının tek bir niteliğe bağlanmasının mümkün olmadığı düşünülmektedir. Örnek vermek gerekirse, bir yapay zeka odaklı çalışmalar yürüten girişim şirketinin pay sahiplerinin bilgisayar mühendislerinden oluşacağına yönelik bağlam her ne kadar belirli ve objektif olsa da yetersizdir. Nitekim, bu bağlam kuralı şirkete finansman sağlayabilecek yatırımcıların önünü tıkayacaktır. Bu bahisle bağlam kuralının hem girişimcinin nitelikleri dikkate alınarak hem de yatırımcının nitelikleri dikkate alınarak dizayn edilmesi gerekmektedir. Bu noktada pay sahiplerinin; bilgisayar mühendisleri, girişim sermayesi yatırım fonları, girişim sermayesi ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırımları yapan kişilerden oluşacağına yönelik bağlam kuralının belirli olduğu değerlendirilmektedir. Ancak bu bağlam kuralı nedeniyle anonim şirket olarak organize olmuş yatırımcıların bağlam kuralına takılacağı değerlendirilmektedir. Özel olarak “yatırımcı sıfatını haiz anonim şirketlerin” bağlama dahil edilememesi ise belirginlik ve objektiflik kriterinin sağlanamayacağı endişesinden kaynaklanmaktadır. Kaldı ki önemli sebep çerçevesinde şekillenen bağlam ile devrin veto edilmesi imkânı girişim sermayesi yatırımları özelindeki ihtiyacı doğrudan gidermemektedir. Elbette, girişim şirketinin ortaklık yapısı korunduğu için bağlam kurallarının ilk etapta işlevsel olduğu düşünülse de girişim sermayesi yatırımlarında yalnızca pay devri engellenmemekte ve çeşitli düzenlemeler ile pay opsiyon haklarına da yer verilmektedir. Bu noktada pay devri engellenerek beklentilerin bir kısmı karşılansa da opsiyon haklarının kullanılması bakımından beklentiler tam anlamıyla karşılanamayacaktır. Nitekim, pay devri engellendikten sonra yatırımcı devre konu payları alma hakkına da sahiptir (ilk ret hakkı, ön alım hakkı). Fakat bu opsiyon haklarının icrasının bağlam kuralları kapsamında gerçekleştirilemeyeceği değerlendirilmektedir.

Yukarıda; girişim sermayesi yatırımlarında, önemli sebep gerekçesine bağlı bağlam kuralların belirli bir noktaya kadar beklentileri karşılayacağı sonucuna varılsa da pay opsiyon haklarının TTK kapsamında tamamen anlamıyla icrasını sağlanıp sağlanamayacağı hususu akıllara gelmektedir. Bu noktada, TTK’nın 493 üncü maddesinin son kısmına değinilmesi gerekmektedir.

TTK’nın 493 üncü maddesinin birinci fıkrasında önemli sebep ile pay devrini veto etme yetkisi dışında payların gerçek değerini önererek onay istemini reddetme hakkı da düzenlenmektedir. Bu hak, esasında bir kaçınma klozu olup şarta bağlı bir

alım hakkı³⁰² tesis etmektedir.³⁰³ Maddenin ilgili kısım şu şekildedir: “*Şirket, (...) veya devredene, paylarını, başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek, onay istemini reddedebilir.*”.

Önemli sebeplere bağlı bağlam kurallarına göre daha esnek bir anlayışın hâkim olduğu düzenleme ile ortaklıkta istenmeyen kişiler ortaklıktan uzak tutulabilecektir. Önemli sebeplere bağlı bağlam kurallarında devir şirkete ek bir külfet getirmeksizin engellenebilmekte iken daha geniş bir yetki sağlayan kaçınma klozu payların gerçek değerinin ödenmesi gerekliliğinden ötürü ise şirkete ek bir külfet getirmektedir. Başka bir ifade ile bir tarafta sıkı yorum-külfetsiz bir devir engellemesi söz konusu iken diğer tarafta geniş yorum-ek külfet doğuran bir engelleme söz konusudur. Görüldüğü üzere her iki düzenleme arasında bir denge durumu bulunmaktadır.

Kaçınma klozunun kullanılabilmesi için söz konusu yetkiye esas sözleşmede yer verilmiş olması yeterlidir.³⁰⁴ Ancak öğretide aksi görüşler de bulunmaktadır. *Bozkurt*’a göre, esas sözleşmede herhangi bir devir sınırlaması bulunmaksızın pay devrinde kaçınma klozunun kullanılabileceğine yönelik ifadeler yetersizdir. Kaçınma klozunun uygulanabilmesi için her halükârda esas sözleşmede bir pay devir sınırlamasının bulunması gerektiği savunulmaktadır. Kaçınma klozu ile sağlanan esneklik ile tipiklik durumunun her bir devir özelinde aranmamasına da imkan tanımaktadır.³⁰⁵ Her ne kadar iki görüş arasında belirli farklılıklar bulunsun da kaçınma klozunun şirkete esneklik sağladığı ve somut olarak bağlama uymayan devirlerde dahi uygulanabileceği iki görüşte de mutabık kalınan fikirdir.³⁰⁶

Gerçek değer ile payların alımı konusunda ise ilgili fıkarda “*gerçek değeri önerebilir*” vurgusuna yer verilmiş olsa da burada anonim şirket lehine tanınmış bir ön alım hakkından bahsedilebilecektir. Başka bir ifade ile söz konusu payların gerçek değerinin ödenmesi koşulu ile payların alınabileceği değerlendirilmektedir. Nitekim, payını devretmek isteyen pay sahibinin iki imkânı bulunmaktadır: (i) gerçek değer teklifini kabul etmek veya (ii) devir işleminden vazgeçmek.

³⁰² Yargıtay 11. Hukuk Dairesi’nin 29.03.2007 tarihli kararına göre, TTK’nın 493 üncü maddesinin birinci fıkrasında öngörülen satım önerisine öncelikle muhatap olma hakkı, şirket payını devralan 3. kişilere karşı da kullanılabilecektir.

³⁰³ Bozkurt, **a.g.e.**, s. 137.

³⁰⁴ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 224 vd.

³⁰⁵ Bozkurt, **a.g.e.**, s. 145.

³⁰⁶ *Tekinalp*’e göre, herhangi bir gerekçe olmaksızın devir, gerçek bedelin ödenmesi teklifi ile reddedilebilecektir. Tekinalp, **a.g.e.**, s. 155.

Anonim şirket payları şirket adına alabileceği gibi diğer pay sahipleri adına da alma yetkisine sahiptir.³⁰⁷ Bu noktada şirket, pay sahiplerinin temsilcisi gibi hareket etmektedir. Bu düzenleme ile özellikle şirketin kendi paylarını iktisabı bakımından TTK'da yer alan oransal üst sınır nedeniyle kaçınma klozunun tam manasıyla kullanılamayacağı da değerlendirilmektedir.

Girişim sermayesi ekosisteminde, pay devir kısıtlamalarının TTK bağlamında uygulanabilmesinin en efektif yolunun kaçınma klozu olduğu düşünülmektedir. Nitekim kaçınma klozunda oldukça esnek bir yapı söz konusu olduğundan pay sahipleri sözleşmesinde yer alan gölge düzenin icrası sağlanabilecektir. Şirket, devre konu payları gerçek değeri üzerinden alarak hem payların ortaklık dışına devrini engelleyebilir hem de pay sahipleri sözleşmesindeki pay opsiyon hakları kapsamında hak sahibi ortaklara ilgili payların devrini sağlayabilir. Örneğin, ilk ret hakkı yükümlüsünün paylarını devretmek istemesi durumunda; girişim şirketi, kaçınma klozu kapsamında payın gerçek değerini ödeyerek payları alıp daha sonra bu payları, gerçek değer üzerinden devralmak isteyip istemediklerini ilk ret hakkı sahiplerine sorabilir. Bu durumda ilk ret hakkını kullanan pay sahipleri de işbu payları devralabilecektir. Burada da akıllara şirketin pay sahipleri sözleşmesinde düzenlen bu işlemleri tesis edip edemeyeceği sorusu gelmektedir. Çalışmanın daha önceki kısımlarında da açıklandığı üzere, pay sahiplerine sözleşmesine taraf olan şirketin kanuna aykırı düzenlemeler dışında pay sahipleri sözleşmesindeki borçlarını ifa etmesinin önünde bir engel olmadığı değerlendirilmektedir.³⁰⁸ İlk ret hakkının kaçınma klozu ile TTK kapsamında uygulanabileceği değerlendirilse de birlikte satma hakkında nasıl bir durum söz konusu olacaktır? Burada da payını devretmek isteyen kişiye, şirket tarafından birlikte satma hakkı sahiplerine gerekli bildirimlerin yapıp yapılmadığını sorulması (kontrol edilmesi) gerekmekte ve birlikte satışa konu edilen pay adetleri de dikkate alınmalıdır. Birlikte satışa sunulan pay adedi düştükten sonra payların devrine izin verilmesi ile birlikte satma hakkına benzer bir yapının TTK kapsamında da uygulanabileceği değerlendirilmektedir. Ancak buradaki sorun gerçek değer önerilmesi konusundadır. Nitekim şirket bu kadar payı devralamayabilir, devralsa dahi pay sahipleri sözleşmesi kapsamında işbu payları devralma sorumluluğu olan bir kişiyi bulamayabilir.

³⁰⁷ Bozkurt, **a.g.e.**, s. 174.

³⁰⁸ Detay bilgi için bkz. "3.2.1. Genel Olarak".

4.4.8.3.Sonuç

Son olarak, bağlam kuralları ile benzer amaca hizmet eden pay opsiyon sözleşmeleri arasında belirli farklılıklar bulunmaktadır. Nitekim, her iki kurum arasında esasında organik bir bağ bulunmamaktadır.³⁰⁹ Her ne kadar çalışmanın önceki kısımlarında pay opsiyon sözleşmelerinin şirketler hukuku kapsamında hüküm doğurması amacı ile pay opsiyon sözleşmesinin bağlama yansıtılmasına yönelik öneriler getirilmiş olsa pay opsiyon sözleşmeleri en nihayetinde bir borçlar hukuku sözleşmesidir.³¹⁰ Bu nedenle pay opsiyon hakları esas sözleşmede yer alsa dahi korporatif bir etki kazanamayacaktır.³¹¹ Bu noktada, opsiyon hakkı sahibinin öncelikli olarak aynen ifayı, aynen ifanın sağlanamaması durumunda ise tazminat talebinde bulunması mümkündür. *Erdem*'e göre, opsiyon hakkı ihlal edilen pay sahibi; pay defterindeki kaydın terkinini ve devreden pay sahibi ile yaptığı sözleşme neticesinde zaten devreden iradesi açıklandığı için payların ön alım hakkı sahibi olan kendisine kaydını talep edilebilecektir.³¹² *Yılmaz*'a göre ise birlikte satma hakkı gibi haklar, ortaklığın yabancılaşmaması amacına sınırlı olarak hizmet ettiğinden bağlam kuralları ile bağdaşmamaktadır.³¹³

Netice olarak, birlikte satma hakkı, sürükleme hakkı gibi pay opsiyon haklarının bağlam kapsamında tam anlamıyla esas sözleşmeye yansıtılmasının mümkün olmadığı değerlendirilmektedir. Nitekim, bağlam kurallarının ortaklık yapısının korunması amacına hizmet etmesi beklenirken erken aşama girişim sermayesi yatırımlarındaki tek amaç ortaklık yapısının korunması değildir. İşbu hakların ciddi bir ekonomik karakteri de bulunmaktadır.³¹⁴

4.4.8.4. Yargıtay Kararlarının Yaklaşımı

Her ne kadar girişim sermayesi yatırımlarındaki pay devir kısıtlamaları ile pay opsiyon haklarının bağlama konu edilemeyeceği sonucuna varılsa da pay opsiyon haklarına ilişkin Yargıtay yaklaşımının da incelenmesinde fayda olduğu düşünülmektedir.

³⁰⁹ Akın, **a.g.e.**, s. 217

³¹⁰ Erdoğan Moroğlu, 2000, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği**, s. 524., Tekinalp, **a.g.e.**, s. 84.

³¹¹ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 245.

³¹² H. Ercüment Erdem, 2011, , s. 109.

³¹³ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 267 vd.

³¹⁴ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 269 vd.

Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 2014/17122 E., 2015/2152 K. ve 18.02.2015 tarihli kararında şirket esas sözleşmesinde yer alan ön alım hakkı incelenmiştir. Ön alım hakkı karakter olarak ilk ret hakkı ile benzer yapıda olduğundan ve her iki hakkın kullanılması durumunda da aynı sonuç doğduğu için bu kararın ilk ret hakkı bakımından önemli olduğu değerlendirilmektedir. Karara konu şirket, pay devirlerinde diğer pay sahiplerinin ön alım hakkının bulunduğuna ilişkin bir esas sözleşme tadili gerçekleştirmiştir. Payını devretmek isteyen davacı söz konusu genel kurul kararının iptalini talep etmektedir. Davalı ise yapılan değişikliğin gerekçesini ortaklık paylarının kötü niyetli 3. kişilerin eline geçmesinin önlenmek istenmesi olarak belirtmiştir. Yerel mahkeme, söz konusu esas sözleşme tadili ile pay devrinin zorlaştırıldığı, pay devrinin zorlaştırılmasının TTK'nın 490 ıncı maddesine aykırı olduğu, pay devrinin diğer pay sahiplerinin onayına bağlı olmasının pay devrini imkansız hale getirdiği ve yapılan değişikliğin dürüstlük kuralına aykırı olduğu gerekçesiyle davayı kabul etmiş ve ilgili genel kurul kararını iptal etmiştir. Yargıtay ise getirilen pay devir sınırlandırmasının TTK'nın 493 üncü maddesi kapsamında değerlendirilmesi gerektiği gerekçesiyle yerel mahkeme kararını bozmuştur. Başka bir ifade ile Yargıtay da TTK'nın 493 üncü maddesi ile kanuni bir ön alım hakkı doğduğunu kabul etmiştir.³¹⁵ Ancak belirtilen kararda TTK'nın 493 üncü maddesinin yedinci fıkrasına veya ön alım hakkının esas sözleşmede yer alıp almamasına ilişkin bir değerlendirme yapılmamıştır.

Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 2015/11944 E., 2016/5634K. ve 24.05.2016 tarihli kararında, pay devirlerinde diğer pay sahiplerine ön alım hakkı tanınması ve devredilecek payların ilk olarak işbu pay sahiplerine teklif edilmesi zorunluluğunu içerir esas sözleşme hükmü incelenmiştir. Davacı, esas sözleşmede yer alan ön alım hakkına aykırı bir pay devri gerçekleştirildiğini iddia etmiş ve devre konu 24.000 adet payın satış bedeli üzerinden ön alım hakkı kapsamında kendisine devrini talep etmiştir. Davalı ise bağlam hükmüne aykırılığın sonucunun geçersizlik olmayacağını savunarak davanın reddini talep etmiştir. Yerel mahkeme ise pay devirlerinde yönetim kurulu aracılığıyla devre konu payların ilk olarak hak sahibi pay sahiplerine teklif edilmesi gerektiğini fakat bu prosedürün işletilmemesi sonucunda yapılan devirin geçersiz hale gelmeyeceği gerekçesiyle davanın reddine karar vermiştir. Yerel mahkeme ön alım hakkının düzenlendiği esas sözleşme maddesinde yönetim kurulunun ön alım hakkına

³¹⁵ Yargıtay kararında “Şirketin bu olanağı kullanabilmesi için ana sözleşmede hüküm bulunması gerek yoktur.” ifadesi yer almaktadır.

aykırı devrin reddedileceğine yönelik hüküm olmasına rağmen bu hükmün lafzından ilgili devrin kesin olarak reddedilmesi anlamı çıkmadığına, bu bahisle de yönetim kurulunun böyle bir devri onaylayabileceğine de dikkat çekmiştir. Yargıtay ise yerel mahkeme tarafından yapılan değerlendirmenin yasaya uygun olduğu gerekçesiyle kararı onamıştır. Bu karara ilişkin, TTK'nın 493 üncü maddesi kapsamında ne yerel mahkeme ne de Yargıtay tarafından bir incelememe yapılmamış olması eleştirilebilecektir.

Yargıtay 11. Hukuk Dairesi'nin 2015/3775 E., 2016/2651 K. ve 09.03.2016 tarihli kararında, pay opsiyon hakkı olarak değerlendirilebilecek ve davacı ile davalılar arasındaki geri alım hakkına ilişkin sözleşme incelenmiştir. Davacılar, sözleşmedeki hak kapsamında payların davalılarından geri alınarak kendi adlarına olacak şekilde pay defterine kaydını talep etmektedir. Yerel mahkeme, taraflar arasında geçerli bir sözleşme olduğu, payları devralan davalının 3. kişi sıfatını haiz olsa da payların geri alımına ilişkin sözleşmeye tanık olduğundan bahisle iyiniyetli olarak değerlendirilemeyeceği gerekçesiyle payların davacı adına kaydına karar vermiştir. Yargıtay, anonim şirket paylarının taşınır olarak kabul edilerek geri alım hakkı tesisini kabul etmiş olsa da bu geri alım hakkının iyi niyetin önüne geçebilmesi için bir sicile kaydının gerektiğinin altını çizmiştir. Yargıtay'a göre bu siciller; şirket esas sözleşmesi, pay defteri ve pay senedidir. Salt olarak, davalının geri alım sözleşmesine tanık olması iyiniyetli olmanın önünde bir engel değildir. Yargıtay, tam da bu gerekçeyle davalının iyiniyetli olduğunu belirterek yerel mahkeme kararını bozmuştur. Bu karar bakımından önemli olan, geri alım hakkının esas sözleşme ve pay senedinde yer verilmesinin mümkün olduğunun Yargıtay tarafından ifade edilmesidir. Buralara yapılan kayıtlar adeta bir şerh etkisi doğuracaktır. Son olarak, yerel mahkeme kararı ile opsiyon sözleşmelerinin icra edilebileceği de ortaya konmuştur.

4.4.9. Pay Devir Kısıtlamalarının Anonim Ortaklıklara Hâkim Tek Borç İlkesi Kapsamında Değerlendirilmesi

Çalışmanın daha önceki kısımlarında değinildiği üzere, anonim şirketlerde pay sahibine, pay bedelini ödeme borcu dışında başka bir borç yüklenememesini ifade eden tek borç ilkesi hakimdir.³¹⁶ Sınırlı sorumluluk kuralının ve anonim şirketin esasında bir sermaye ortaklığı olmasının yansıması olan tek borç ilkesine aykırılık halinde pay

³¹⁶ Yılmaz, **a.g.e.**, s. 259.

sahibine pay bedelini ödeme borcu dışında yükletilen borcun ifası nedeniyle ilgili pay sahibi nezdinde sınırsız bir sorumluluk doğabilecek ve bu durum da anonim şirketin doğasına aykırı olacaktır. Bu durum, tek borç ilkesinin düzenleme yeri bulunduğu TTK'nın 480 inci maddesinin birinci fıkrasının gerekçesinde de açıklanmıştır.³¹⁷

Tekinalp'e göre, birlikte satma hakkı, sürüklenme hakkı gibi pay opsiyon hakları tek borç ilkesine aykırı değildir. Nitekim tek borç ilkesi ile sınırlı sorumluluk sağlanmaya çalışılırken bu tarz opsiyon hakları sınırlı sorumluluk ile ilgili bir konudan ziyade payların satışının kolaylaştırılması veya daha avantajlı satışlar yapılması amacına hizmet etmektedir.³¹⁸ Bu bahisle, birlikte satma hakkı, sürüklenme hakkı gibi pay opsiyon haklarının tek borç ilkesine aykırı olacağının savunulması tek borç ilkesinin amacını aşan bir yorum olacaktır. Tek borcun düzenlenme amacına aykırı olmayan işbu opsiyon haklarını geçersiz saymak, hukuku geliştirme kuramı ile de bağdaşmayacaktır.

Çalışmanın çeşitli kısımlarında da belirtildiği üzere, pay devir sınırlamaları ile opsiyon hakları tek borç ilkesine aykırı olmadığı gibi borçlar hukuku kapsamında değerlendirilmesi gereken bir borç sözleşmesidir. Nispi bir borç doğuran bu düzenlemeler TTK'dan ziyade TBK kapsamında değerlendirilmelidir.³¹⁹

³¹⁷ Daha önce de yer verildiği üzere TTK'nın 480 inci maddesinin gerekçesi şu şekildedir: "6762 sayılı Kanunun m. 405 (1)'in -bazı değişikliklerle - yerini alan ve tek borç ilkesine açıkça yer veren bu hüküm, anonim şirketlerde, Tasarı ile ona dayalı esas sözleşme düzenini egemen kılmayı, borçlar hukuku sözleşmeleriyle oluşturulabilecek yan düzenin esas sözleşme düzenini ortadan kaldırmasına sınırsız bir şekilde izin vermemeyi amaçlamaktadır. "Paysahipleri sözleşmesi" veya "ortaklar sözleşmesi" diye Türkçeye çevrilen, ancak dünyada "shareholders agreement" terimi ile adlandırılan, bazen de "joint-venture sözleşmesi" başlığını taşıyan, son yılların dünya çapında en "popüler" atipik sözleşmesi olan bu sözleşme, yabancı öğretide kullanılan terim ile esas sözleşme düzeni yanında, çoğu kez ona ve kanuna hükmeden veya ikisini de birden bertaraf eden bir "yan düzen" yaratmıştır. Ulusal hukukun uygun görmediği ve bu sebeple emredici hükümlerle koruma altına aldığı hemen hemen her menfaat veya hak (çoğu kez) yan düzenle ya zedelenmekte ya da sınırlandırılmaktadır. Bu yan düzen güçlüye, hukukunu getirmek, hakimiyet kurmak, istediği an istediği fiyatla karşı tarafın paylarını almak veya paylarını satmak hakkını sağlamaktadır. Veto hakları da bu düzenin önemli silahıdır. Kara Avrupası hukukları olabildiği oranda bu yan düzeni sınırlamaya çaba harcamaktadır. Tek borç ilkesi, hükümde "esas sözleşmeyle paysahibine, pay bedelini veya payın itibarı değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemez" şeklinde ifade olunmuştur. Bu hüküm, yan düzenin esas sözleşmeyle düzenlenmesine engel olduğu kadar emredici niteliği sebebiyle yan düzenin bazı hükümlerini sorgulanabilir konuma getirmektedir. Hüküm başka kanunlara engel olucu bir aracı içermemekte, bu görevi sınırlı bir şekilde 340 inci maddenin son cümlesi üstlenmiş bulunmaktadır.(...)"

³¹⁸ Tekinalp, **Sermaye Ortaklıkları**, s. 163.

³¹⁹ Esra Hamamcıoğlu, 2005, **Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesi**, s. 97 vd.

Kaldı ki tek borç ilkesi paya bağlı bir ilkedir. Madde ile kastedilen paya yönelik olarak ek bir yükümlülük getirilmemesidir. Ancak pay opsiyon düzenlemelerindeki yükümlülük yukarıda da bahsedildiği üzere nispi bir borçtur. Başka bir ifade ile işbu yükümlülükler, paya değil o paya sahip olan pay sahibine yüklenmiştir.³²⁰ Burada dikkat edilmesi gereken konu, pay sahibinin bu borçları bir borç sözleşmesi kapsamında üstlenmiş olmasıdır. Esas sözleşme ile pay üzerinde adeta sonsuza kadar devam edecek bir korporatif bir yükümlülüğten söz edilmemektedir.³²¹

4.5. Tasfiye Payında İmtiyaz

İngilizce’de “*liquidation preference*” olarak ifade edilen tasfiye payında imtiyaz Türk ekosisteminde de en çok karşılaşılan yatırımcı haklarından biridir. Yatırımcının hem yatırımını korumak hem de yatırımdan çıkış noktasında talep ettiği bu hak, neredeyse her girişim sermayesi yatırımında bulunan standart bir yatırımcı hakkıdır. PwC’nin sektör raporuna göre, girişim sermayesi yatırımlarının % 99’unda yatırımcı, tasfiye payında imtiyaz hakkını talep etmektedir.³²²

Tasfiye payında imtiyaz, yatırım yapılan şirkette yaşanan belirli olaylar neticesinde elde edilen gelirlerden öncelikli olarak yatırımcının pay almasını ifade eden hak olarak tanımlanabilecektir.³²³ Her ne kadar “*tasfiye payında imtiyaz*” ifadesi kullanılsa da söz konusu imtiyaz yalnızca tasfiye durumunda söz konusu olmamaktadır. Pay sahipleri, tasfiye dışında kalan belirli olayları da tasfiye olarak nitelendirmekte ve buradan elde edilen gelirlerde de imtiyazlı dağıtım söz konusu olmaktadır. Bu noktada, tasfiye payında imtiyaz açıklanmadan önce tasfiye gibi değerlendirilen olaylara değinmekte fayda bulunmaktadır.

İngilizce dokümanlarda “*deemed liquidation event*” olarak ifade edilen kavram, Türkçe’ye “*tasfiye sayılan haller*” olarak tercüme edilebilecektir. Pay sahipleri, belirli olayları sözleşmesel olarak tasfiye ile eşdeğer tutmakta ve bu olayların yaşanması ile birlikte aynen tasfiyede olduğu gibi elde edilen gelirler pay sahipleri arasında

³²⁰ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 243-244 vd.

³²¹ *Tekinalp*’e göre, yükümlülükler esas sözleşmede yer alsada bu yükümlülükler, korporatif bir yükümlülüğten ziyade borçlar hukukuna tabi yükümlülüklerdir. Ünal Tekinalp, 1958, **Anonim Ortaklık Payının Alım, Önalım, Geri Alım ve Benzer Haklara Konu Olması Sorunu**, s. 352.

³²² PwC, **VC Term Sheet – Market Report 2021**, s. 18. Erişim için: <https://www.pwc.co.uk/private-business-private-clients/insights.html>

³²³ 2017, **Practical Law Drafting Notes to BVCA Articles Of Association For Early Stage Investments**, Thomson Reuters, s. 21.

paylaştırılmaktadır. Bazı olayların tasfiye ile eşdeğer tutulmasının nedeni ise yaşanan işbu büyük olaylardan sonra şirketin faaliyetlerine devam etmesinden ziyade tasfiye etmesinin daha mantıklı olacağı anlayışıdır. Örneğin; bir oyun firmasının, geliştirdiği tek oyunu satması ile şirket adeta tasfiye etmiş gibi olacaktır. Tasfiye ile eşdeğer tutulan olayların başlıcaları; birleşmeler, devralmalar, varlık satışları ve şirketin halka arz olmasıdır.³²⁴ Özellikle şirket paylarının çoğunluğunun satılması ve şirket varlıklarının çoğunluğunun satılması erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlar kapsamında imzalanmış pay sahipleri sözleşmelerinde en çok karşılaşılan tasfiye sayılan hallerdir. Bu noktada hangi olayların tasfiye ile eşdeğer tutulduğunun model dokümanlar çerçevesinde de değerlendirilmesi isabetli olacaktır.

BVCA model dokümanlarında şirket paylarının çoğunluğunun satılması ile şirketin önemli miktardaki malvarlığının satılması veya münhasıran lisanslanması tasfiye sayılan hal olarak adlandırılmakta ve tasfiye ile eşdeğer tutulmaktadır.

Startup Estonia'nın model dokümanlarında ise şirketin kontrol değişikliği oluşturan bir şekilde başka bir şirketle birleşmesi, önemli miktardaki şirket malvarlığının satılması veya münhasıran lisanslanması ve şirket paylarının kontrol değişikliği oluşturacak şekilde devredilmesi; tasfiye sayılan hal olarak adlandırılmakta ve tasfiye ile eşdeğer tutulmaktadır.

SVCA model dokümanlarında kontrol değişikliği oluşturacak birleşme, pay satışı, şirketin önemli miktardaki malvarlığının satılması veya münhasıran lisanslanması; tasfiye sayılan hal olarak adlandırılmakta ve tasfiye ile eşdeğer tutulmaktadır.

Görüldüğü üzere global standartlarda; pay satışı, birleşme ve varlık satışı tasfiye ile eşdeğer olarak değerlendirilmekte ve tasfiye payında imtiyazın uygulanacağı halleri oluşturmaktadır. Burada işbu üç olayın, niçin tasfiye sayılan hal olarak değerlendirildiğini de kısaca açıklamak gerekmektedir. Şirketin önemli miktarda varlığının satılması durumunda şirket faaliyetleri devam edemeyecek konuma geldiğinden şirketin tasfiye etmiş gibi değerlendirilmesi makul bir yaklaşımdır. Şirkette kontrol değişikliği içerecek şekilde gerçekleşen pay devirleri ve birleşme işlemleri ile şirketteki alışlagelmiş ortaklık yapısı bozulmakta ve şirketin kontrolü el değiştirmektedir. Söz konusu değişiklik esaslı bir değişiklik olduğundan yatırımcı, şirketten çıkış yapmak isteyebilecektir. Kaldı ki bir girişim şirketinde payların devri

³²⁴ A Guide to Venture Capital Term Sheets, BVCA, s. 10.

ile kontrol değişikliği yaşıyorsa muhtemelen bir *exit* yaşanmıştır. Nitekim yatırımcı, girişimcinin bu kadar büyük bir pay satışı yapmasına ancak şirketten çıkış yapıldığı durumlarda izin vermektedir. Netice olarak hem payların çoğunluğunun devri hem de kontrol değişikliği içeren birleşme ile şirkette esaslı bir değişiklik yaşanmaktadır. Böyle bir değişiklik yaşanması durumunda yatırımcının da şirketten ayrılmak istemesi anlaşılabilir bir yaklaşımdır. Nitekim yatırımcı pay devir işlemi öncesindeki pay sahiplerine (girişimcilere) güvenerek şirkete yatırım yapmıştır. Yatırım yapma motivasyonu oluşturan kişilerin şirketten ayrılması ile yatırımcı da şirketteki misyonunu tamamladığını düşünüp girişim şirketinden çıkış (*exit*) yapabilir.³²⁵

Tasfiye sayılan haller açıklandıktan sonra işbu tasfiye sayılan hallerden elde edilen gelirlerin nasıl paylaşılacağı konusunun irdelenmesi gerekmektedir. Nitekim imtiyaz, elde edilen gelirlerin dağıtımına ilişkindir.

Yatırımcı, en kötü senaryoda dahi yatırım yaptığı girişim şirketinden asgari olarak yatırım tutarı kadar meblağı alabilmek istemektedir. Başka bir ifade ile yatırımcı yatırım tutarının kendisine iade edilmesini beklemektedir. Bu noktada, tasfiye payında imtiyaz ile yatırımcı diğer pay sahiplerinin önünde asgari olarak yatırım tutarı kadar bir meblağı almak istemektedir. Yatırımcı, yatırım tutarını aldıktan sonra arta kalan gelirlerin dağıtımına tasfiye payında imtiyaz kurgusuna göre katılmakta veya katılmamaktadır. Girişim sermayesi yatırımlarında arta kalan gelirlerin paylaşımına yatırımcı katılıyor ise *participating* (katılımlı) modeli ile kurgulanmış bir tasfiye payında imtiyazdan bahsedilebilecekken arta kalan gelirlerin paylaşımına yatırımcı katılmıyor ise *non-participating* (katılımsız) modeli ile kurgulanmış bir tasfiye payında imtiyazdan bahsedilebilecektir. Özetle iki temel tasfiye payında imtiyaz kurgusu olduğu ifade edilebilir: (i) 1X *participating* veya (ii) 1X *non-participating*.³²⁶ Sektörde ağırlıklı olarak karşılaşılan model, 1X *non-participating* modeli olduğundan çalışmada bu model esas alınarak incelemelere devam edilecektir.³²⁷

Katılımsız modelde, tasfiye sayılan hallerden elde edilen gelirden; (i) yatırım tutarı veya (ii) yatırımcının şirketteki pay sahiplik oranı doğrultusunda kendisine ödenecek

³²⁵ Feld, Mendelson, **a.g.e.**, s. 90 vd.

³²⁶ 1X ifadesi ile kastedilen yatırım tutarının kendisidir.

³²⁷ PwC VC Term Sheet – Market Report 2021’e göre, incelenen 137 yatırım turunun 97’sinde katılımsız modelin tercih edildiği görülmüştür. Ek olarak BVCA, NVCA ve Startup Estonia’nın model dokümanlarındaki tasfiye payında imtiyaz modeli de, katılımsız modeldir (1X *non-participating*).

tutardan hangisi daha yüksek ise yatırımcıya öncelikli olarak bu tutar ödenmektedir. Bir örnek üzerinden anlatmak gerekirse, tasfiye sayılan hallerden elde edilen gelir 3 milyon Amerikan Doları'dır. Yatırımcı ise şirkete 2 milyon Amerikan Doları yatırım yapmış olup bu yatırım kapsamında şirket sermayesinin %20'sine sahip olmuştur. Elde edilen gelirler tüm pay sahiplerine pay sahiplik oranları çerçevesinde paylaştırılır ise yatırımcı 600 bin Amerikan Doları tasfiye payı alacaktır. Bu noktada, yatırımcının elde ettiği gelir asgari olarak yatırım tutarını dahi eşit olmayacak. Böyle bir durumda yatırım tutarı, yatırımcının şirketteki pay sahiplik oranı doğrultusunda kendisine ödenecek tutardan yüksek olduğu için yatırımcı, diğer pay sahiplerinin önünde yatırım tutarı kadar bir tasfiye payını imtiyazlı olarak alacaktır. Bakiye tutar olan 1 milyon Amerikan Doları ise yatırımcı dışında kalan pay sahiplerine pay sahiplik oranları çerçevesinde dağıtılacaktır. Yatırımcı bu ikincil dağıtıma katılmadığı için modele *non-participating* (katılımsız) model denmektedir.

Ancak, tasfiye sayılan halden elde edilen gelirin 60 milyon Amerikan Doları olması halinde ise yatırımcının şirketteki pay sahiplik oranı doğrultusunda yatırımcıya ödenmesi gereken tutar, 12 milyon Amerikan Doları olacaktır. Böyle bir durumda yatırımcının şirketteki pay sahiplik oranı doğrultusunda hesaplanan tasfiye payı, yatırım tutarından yüksek olduğu için; yatırımcıya, şirketteki pay sahiplik oranı doğrultusunda tasfiye payı öncelikli verilecektir. Netice olarak yatırımcı; her iki hesaplama yöntemi sonucunda ortaya çıkan sonuçtan; yüksek tutarlı olanı imtiyazlı tasfiye payı olarak öncelikli şekilde alacaktır.

Bu noktada bazı tasfiye sayılan hallerden elde edilen gelirlerin niçin yatırımcıya verildiği sorusu da akıllara gelmektedir. Örneğin payların çoğunluğunun satılması durumunda elde edilen gelir, satıcı pay sahibine aittir. Paylarını satan pay sahibinin elde ettiği gelirden, paylarını satmamış yatırımcının pay alması hakkaniyete aykırı bir yaklaşım olacaktır. Aynı durum şirketin halka arzı için de geçerlidir. Nitelim ortak satışı yolu ile pay satışı gerçekleştiren pay sahibi, sahip olduğu payların bir kısmını kaybederken karşılığında nakdi bir gelir elde etmektedir. Bu durumda da pay satışından gelir elde eden pay sahibinin, elde ettiği gelirin bir kısmını tasfiye payında imtiyaz kapsamında paylarını halka arz etmemiş yatırımcıya vermesi hakkaniyete aykırı olacaktır. Böyle bir durumda yatırımcı paylarını satmamış olmasına rağmen kendisiyle doğrudan alakalı olmayan bir satıştan gelir elde etmiş olacaktır. Model dokümanlarda da bu çekince dikkate alınarak belirli düzenlemelere yer verilmiştir.

Yatırımcının, diğer pay sahiplerinin yaptığı satış işleminden elde edilen gelirlerden tasfiye payı alabilmesi için söz konusu satış işlemine yatırımcının da katılmış olması gerekmektedir. Yatırımcı, pay satış işlemine katıldığı oranda, tasfiye payında imtiyaza hak kazanabilecektir. Unutmamak gerekir ki, yatırımcıya tanınan birlikte satma hakkı tam da böyle satışlara katılarak tasfiye payı alabilmek bakımından önemlidir. Bir örnek ile açıklamak gerekirse, şirket payları kontrol değişikliği oluşturacak şekilde 50 milyon Amerikan Doları'na satılmıştır. Şirkete 10 milyon Amerikan Doları yatırım yapan yatırımcı bu satışa %10 oranında katılmıştır. Bu noktada yatırımcı, satış işlemine katıldığı oran doğrultusunda tasfiye payında imtiyaza hak kazanacaktır ve 5 milyon Amerikan Doları tasfiye payı alacaktır. Kontrol değişikliği yaratan pay devirlerinde yatırımcının tüm payları ile birlikte satış yapabileceği dikkate alındığında yatırımcı tamamen satışa katılarak tüm tasfiye payına da hak kazanabilecektir.³²⁸ Son olarak belirtmek gerekir ki satış haricinde kalan diğer tasfiye sayılan hallerde bu paragrafta açıklandığı gibi bir çekince bulunmamaktadır. Nitekim bu durumlarda elde edilen gelirler şirketin kasasına girmektedir. Ancak, bu durumlara ilişkin başka bir çekince bulunmaktadır: Elde edilen gelirin nasıl dağıtılacağı konusu.

Özellikle malvarlığı satışı tasfiye sayılan hal olarak değerlendiriliyorsa, malvarlığı satışından elde edilen gelirin nasıl dağıtılacağı sorusu akıllara gelmektedir. Şüphesiz ki elde edilen gelir kâr payı olarak pay sahiplerine dağıtılabilir. Fakat kâr payı dağıtımlarında kanuni yedek akçe ayrılması zorunluluğu bulunduğu tasfiye payında imtiyaz düzenlemesine uygun bir dağıtım gerçekleştirilemeyebilecektir. Bu tarz bir kanuni engel nedeniyle elde edilen gelirlerin paylaşılması mümkün değil ise ihtiyari olarak şirket tasfiyeye sokulacak ve dağıtım gerçekleştirilecektir. Şirketin tasfiyesine ilişkin yetki pay sahiplerinde olduğu için pay sahipleri tarafından yapılan bu kapsamdaki oy sözleşmesinin de geçerli olduğu değerlendirilmektedir. Netice olarak, tasfiye sayılan hallerden elde edilen gelirin paylaşılması kanunen mümkün değil ise pay sahipleri işbu gelirin paylaşılmasını teminen şirketi ihtiyari olarak tasfiye ederek paylaşımı gerçekleştirecektir.

Son olarak girişim sermayesi ekosisteminde, tasfiye payında imtiyaz düzenlenmesine hâkim bir ilkeye de değinmekte fayda bulunmaktadır. “*Last in first out*” olarak adlandırılan ve Türkçe’ye “*Son giren ilk çıkar*” olarak tercüme edilebilecek

³²⁸ Feld, Mendelson, **a.g.e.**, s. 93.

prensip uyarınca, birden fazla yatırım turu gerçekleştirmiş girişim şirketlerinde en son yatırımı yapan yatırımcı diğer yatırımcıların da önünde tasfiye payını alacaktır. Bu prensip ile diğer pay sahiplerine göre imtiyazlı olarak tasfiye payını alan yatırımcıların, kendi aralarındaki sıralama da netleştirilmiştir.

Global standartlardaki tasfiye sayılan haller ve tasfiye payının paylaşımı incelendiğine göre, söz konusu tasfiye payında imtiyaz düzenlemesinin, TTK kapsamında nasıl değerlendirileceği konusunun irdelenmesine geçilebilecektir.

TTK'nın 478 inci maddesinin ikinci fıkrasında; paylara, tasfiye payında imtiyaz tanınabilmesine açıkça izin verilmiştir.³²⁹ Buradaki esas soru, tanınacak tasfiye payında imtiyazın nasıl kurgulanması gerektiğidir. Nitekim girişim sermayesi ekosisteminde, tasfiye payında imtiyaz düzenlemesine ilişkin temel kritik nokta şudur: Yaşanacak başka olayların da tasfiye olarak değerlendirilmesi. Bu bağlamda özel olarak bu konunun TTK kapsamında değerlendirilmesi tasfiye payında imtiyaz düzenlemesinin hukuki konumunun belirlenmesi açısından önemlidir.

TTK'nın 507 inci maddesine göre, esas sözleşmede aksine bir düzenleme yoksa pay sahiplerine; tasfiye payı, şirketteki pay sahiplik oranları çerçevesinde dağıtılacaktır.

Öncelikle tasfiye sayılan hallerin Türk hukuku kapsamında nasıl değerlendirileceği konusuna değinilmesinde isabet görülmektedir. Türk ekosisteminde de tasfiye sayılan hallerin global örneklerle paralel olduğu görülmektedir. Bu noktada tek farklılık, önemli malvarlığının satılmasına ilişkindir. Türk ekosisteminde, önemli malvarlığı satımı, TTK'nın 408 inci maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında değerlendirilmektedir.

Tasfiye sayılan haller bakımından ikili bir ayrıma gitmek isabetli olacaktır: (i) Ortaklık bünyesinde gerçekleşenler ve (ii) ortaklık bünyesinde gerçekleşmeyenler. Bu noktada, önemli malvarlığı satışı ile kontrol değişikliği oluşturan birleşmeler ortaklık bünyesinde gerçekleşen olaylar olarak nitelendirilebilecekken kontrol değişikliği oluşturacak şekilde yapılan pay devirleri ile ortak satışı yoluyla halka arzın ortaklık bünyesi dışında gerçekleşen olaylar olarak nitelendirilmesi mümkündür. Ortaklık bünyesinde gerçekleşmeyen olaylar neticesinde elde edilen gelirler, ilgili işlemi gerçekleştiren pay sahibi bünyesinde toplandığından; gelirlerin paylaşımını

³²⁹ Hasan Pulaşlı, 2022, **Şirketler Hukuku Şerhi**, c. I, s. 443 vd.

gerçekleştirmesi gereken kişi de işbu gelirlere sahip olan kişidir. Pay devir işleminde devreden pay sahibi, ortak pay satışı ile halka arzda ise satan pay sahibi; gelirleri elden eden kişilerdir. Bu gelirlerin dağıtımını noktasında şirketin herhangi bir tasarrufu yoktur. Nitekim, gelirler şirketin kontrolünde değildir. Bu bahisle pay sahipleri, bu iki olayın yaşanması ile pay sahipleri sözleşmesi kapsamında bir dağıtım yapma borcu altına girmektedir. Başka bir ifade ile gelirleri elde eden pay sahibi, pay sahipleri sözleşmesine uygun dağıtım yapma borcunun, borçlusudur. Bu bağlamda bu iki olaya ilişkin yükümlülüklerin TBK kapsamında değerlendirilmesi daha isabetli olacaktır. Söz konusu iki olayın yaşanması durumunda; olaydan elde edilecek gelirlerin dağıtım usulünün pay sahipleri arasında belirlenmesine ilişkin sözleşmenin TBK'nın 27 inci maddesi kapsamında geçersiz addedilemeyeceği bu bahisle de sözleşmenin bu kısımlarının bir borç sözleşmesi olarak hüküm doğuracağı değerlendirilmektedir.³³⁰

Önemli miktarda şirket varlığının satılmasını kapsayan tasfiye sayılan hal ise ortaklık nezdinde vuku bulan bir olay olduğundan; işbu hallerin pay sahipleri nezdinde yaşanan olaylardan ayrı olarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Önemli miktarda şirket varlığının satılması neticesinde elde edilen gelirler şirkete ait olduğundan, işbu tasfiye sayılan halden elde edilen gelirlerin dağıtımındaki borçlu da şirket olmaktadır. Bu noktada, şirketin elde edilen geliri, imtiyazlı olarak nasıl dağıtabileceği sorusu akıllara gelmektedir. Anonim şirket pay sahiplerinin mali haklarından olan tasfiye payı, esasında yalnızca şirketin tasfiyesi durumunda söz konusu olan bir haktır.³³¹ Bu nedenle pay sahipleri sözleşmesinde tasfiye payında imtiyaz olarak adlandırılan bu hakkın, TTK anlamında gerçek bir tasfiye payında imtiyaz olduğu söylenemeyecektir. Nitekim, önemli malvarlığının satılması durumunda; şirket tasfiye olmamış ve faaliyetlerine devam etmektedir. Bu noktada elde edilen gelirin ne şekilde pay sahiplerine dağıtılacağı bir soru işaretidir. İlk etapta elde edilen gelirin kâr payı olarak dağıtılması opsiyonun değerlendirilmesi akıllara gelmektedir. Nitekim, TTK'nın 478 inci maddesinde paylara, kâr payında imtiyaz tanınabileceği düzenlenmektedir. Tasfiye sayılan halin yaşanması ile birlikte elde edilen gelirin, tasfiye payında imtiyaz ile paralel şekilde kurgulanan kâr payı imtiyazı ile yatırımcılara dağıtılmasının mümkün olduğu değerlendirilmektedir. Ancak her ne kadar karda imtiyaz, tasfiye

³³⁰ Okutan Nilsson, **a.g.e.**, s. 78 vd.

³³¹ Şengül Al Kılıç, 2019, **Anonim Şirketlerde Pay Sahiplerinin Tasfiye Payı Alma Hakkı**, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XXIII, Y. 2019, Sayı 4, s. 49-50.

payında imtiyaz ile paralel kurgulansa dahi karda imtiyaz ile tam anlamıyla istenilen bir dağıtım gerçekleştirilemeyecektir. Nitekim, TTK uyarınca genel kanuni yedek akçe ayrılması gibi çeşitli kesintiler istenilen dağıtımın önüne geçecektir. Kaldı ki karda imtiyazda dahi ilk etapta tüm pay sahiplerine TTK'nın 519 uncu maddesinin üçüncü fıkrası uyarınca %5 oranında kar payı dağıtılmasını savunan görüşler bulunmaktadır. *Bilgin'e* göre, birinci kar dağıtımından tüm pay sahiplerinin eşit olarak yararlanması gerekmektedir.³³² Bu kapsamda, birinci kar dağıtımından tüm pay sahiplerinin eşit olarak yararlanması durumunda pay sahiplik oranı yüksek olan girişimciler, istenilenin tam aksine elde edilen gelirden yüksek pay alacakken yatırımcı ise düşük pay sahiplik oranı nedeniyle gelirden düşük pay alacaktır. Kaldı ki diğer pay sahiplerinin kâr payı alamaması anlamına gelen imtiyazlar da oransallık ve ölçülülük ilkesi kapsamında geçersiz olarak addedilebilecektir.

Kâr payında imtiyaz kurgusu ile amaca ulaşılmasının güç olduğu değerlendirildiği için TTK kapsamında tasfiye sayılan hallerde imtiyaz kurgusu yapıp yapılamayacağının değerlendirilmesi gerekmektedir. TTK'nın 478 inci maddesinde kanunda yer almayan bir hakkın da yürürlükteki mevzuata aykırı olmaması kaydı ile imtiyaz olarak tanınabileceği belirtilmektedir. Buna karşın TTK'nın 340 ıncı maddesinde, esas sözleşmede TTK'da yer alan düzenlemelerden ayrışılabilmesi için TTK'nın buna açıkça izin vermesi gerektiği hükme bağlanmaktadır. Bu kapsamda düzenlendiğinden beri eleştiri alan TTK'nın 340 ıncı maddesi³³³, TTK'nın 478 inci maddesi karşısında bir çelişki doğurmaktadır. Ancak söz konusu düzenlemelerin bir arada değerlendirilmemesi daha isabetli olacaktır. Nitekim, TTK'nın 478 inci maddesi ile kanunda sayılmayan haklara ilişkin imtiyaz tanınabileceği belirtilmekte iken TTK'nın 340 ıncı maddesinin amacı, pay sahiplerinin haklarını zedeleyen düzenlemelerinin önüne geçilmesidir. Örneğin, azınlığın korunmasına ilişkin hükümlerden sapılarak belirli bir pay grubuna imtiyaz tanıyan esas sözleşme hükümleri TTK'nın 340 ıncı maddesi kapsamında geçersiz olarak değerlendirilecektir.³³⁴ Kaldı ki anonim şirketlerdeki global genel yaklaşımın, esnek bir yapı olduğu da dikkate alınmalıdır. TTK'nın 340 ıncı maddesini mehzazı niteliğinde

³³² Yüksel Bilgin, 1982, **Anonim Ortaklıklarda Kar Payı Dağıtımı ve Kara Katılan Kişiler**, s. 136

³³³ Erdoğan Moroğlu, 2017, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, s. 236-237.

³³⁴ İpek Okucu Taftalı, 2018, **6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Anonim Şirketlerde İmtiyaz**, s. 106.

olan Alman şirketler hukuku, Almanya'daki limited şirket sayısının anonim şirket sayısından fazla olması nedeniyle daha konservatif bir yapıya sahiptir.³³⁵ Netice olarak, kanuna ve şirketler hukukunun temel ilkelerine aykırı olmayan hakların imtiyaz olarak tanınmasının mümkün olduğu değerlendirilmektedir. Öğretide, tahvil veya intifa senedi talep etme gibi imtiyazların tanınabileceği de değerlendirilmekte ve bunun TTK'nın 340 ıncı maddesine aykırı olmayacağı belirtilmektedir.³³⁶ Ancak önemle belirtmek gerekir ki, mutlak eşitliğin söz konusu olduğu bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurul toplantılarına katılım gibi haklarda imtiyaz tesis edilmesi mümkün değildir.³³⁷

Netice olarak, tasfiye sayılan hallerden şirketin elde ettiği gelirlerin paylaşımına ilişkin imtiyaz tanınmasını mümkün olduğu değerlendirilmektedir. İmtiyazlar pay grubuna tanınması gerektiği için işbu imtiyazın, yatırımcının sahip olduğu pay grubuna tanınması isabetli olacaktır. Paya tanınan işbu imtiyaz ile korporatif etki de doğabilecektir. Ancak söz konusu imtiyaz ile oransallık ilkesini ortadan kaldırır seviyede yalnızca belirli pay sahipleri lehine imtiyaz tanınmalıdır.

Tasfiye sayılan hallerden elde edilen gelirin paylaşımına ilişkin imtiyazın TTK kapsamında imtiyaz olarak değerlendirilmemesi durumunda ise esas sözleşmede yer alan imtiyaz düzenlemesi yorum kuralı çerçevesinde şirketin sözleşmesel bir taahhüdü olarak değerlendirilebilecektir.

Son olarak, tasfiye sayılan hallerden elde edilen gelirlerin paylaşılması kanunen mümkün değilse taraflar şirketi ihtiyari olarak tasfiyeye sokarak dağıtımını sağlayabilir. Şirketin genel kurul organının yetkisinde olan tasfiye kararının, pay sahiplerinin kendi aralarında akdettikleri oy sözleşmeleri kapsamında alınması mümkündür. Ancak önemle belirtmek gerekir ki, işbu ihtiyari tasfiye düzenlemesi yalnızca pay sahipleri sözleşmesine taraf olan pay sahiplerini bağlayacaktır. Nitekim, pay sahipleri sözleşmesi nispi bir nitelikte olup korporatif etki doğurmamaktadır.

³³⁵ Kırca, Şehirali Çelik, Manavgat, **a.g.e.**, s. 177.

³³⁶ Mehmet Bahtiyar, 2001, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi**, s. 200. Tekinalp, **Anonim Ortaklıklar**, s. 75 vd.

³³⁷ Abuzer Kendigelen, 2001, **İmtiyazlı Paylar**, s. 44.

4.6.Seyrelmeme Hakkı

İngilizce’de “*anti-dilution*” olarak geçen seyrelmeme hakkı, erken aşama girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımlarında yatırımcıların sıklıkla talep ettiği bir haktır.³³⁸

İdeal bir girişim sermayesi yatırımında, yatırımcının sonraki yatırım turlarına katılmaması durumunda seyrelmesi olağan bir sonuçtur. Ancak yatırımcının pay sahiplik oranı seyrelse de yatırımcı sahip olduğu payların değeri arttığı için ilk günkü değerden daha yüksek değerde bir mal varlığına sahip olmaktadır. Örnek vermek gerekirse, yatırımcı, yatırım sonrası 10 milyon Amerikan Doları değerleme üzerinden şirkete yatırım yapmış ve şirketin paylarını %10’una sahip olmuştur. Şirketin daha sonraki yatırım turunda yeni gelen yatırımcı ise yatırım sonrası 20 milyon Amerikan Doları değerleme üzerinden şirkete yatırım yapmış ve şirket paylarının %10’una sahip olmuştur. Bu sayede yeni yatırımcı; şirketin yeni sermayesinin %10’unu temsil edecek şekilde yeni ihraç edilmiş paylara sahip olmuştur. Yeni yatırımcı için şirket sermayesinin %10’unu temsil eden payların ihracı ile birlikte mevcut yatırımcının pay sahiplik oranı, %10 seyrelecek ve nihai pay sahiplik oranı %9’a düşecektir. Fakat şirketin değeri de 20 milyon Amerikan Doları’na yükselmiştir. Mevcut yatırımcı ilk etapta 10 milyon Amerikan Doları değerindeki bir şirketin %10’una sahip iken yeni yatırımcının gelmesi ile birlikte 20 milyon Amerikan Doları değerindeki bir şirketin %9’una sahiptir. Başka bir ifade ile mevcut yatırımcının sahip olduğu payların ilk etaptaki toplam değeri 1 milyon Amerikan Doları (10 milyon/%10) iken yeni yatırımcının şirkete katılması ile birlikte yatırımcının pay sahiplik oranı seyrelmiş olmasına rağmen sahip olduğu payların toplam değeri 1,8 milyon Amerikan Doları’dır (20 milyon/ %9). Örnekten de görüleceği üzere mevcut yatırımcının pay sahiplik oranı azalmasına rağmen tuttuğu payların değeri artmıştır. Girişim şirketinin, bir önceki yatırım turundaki şirket değerlemesinden daha yüksek bir değerlendirme ile yatırım alması durumunda yatırımcı pay sahiplik oranının seyrelmesini kabul etmektedir. Asıl sorun, son yatırım turundan daha düşük bir değerlendirme ile yatırım alınması durumunda ortaya çıkmaktadır. Nitekim böyle bir durumda yatırımcının hem pay sahiplik oranı hem de paylarının toplam değeri azalmaktadır. Yatırımcı tam da bu gibi durumların yaşanması ihtimaline karşı zararının tazmin edilmesi için seyrelmeme hakkını talep etmektedir.

³³⁸ PwC VC Term Sheet – Market Report 2021’e göre, incelenen yatırım turlarının yaklaşık yarısında yatırımcılar tarafından seyrelmeme hakkı talep edilmiştir.

Başka bir ifade ile seyrelmeme hakkı; şirketin yatırım almasından sonraki yatırım turundaki değerlemenin; mevcut yatırımcının yatırımına esas alınan değerlemeden düşük olması durumunda³³⁹; yatırımcının tazmin edilmesini öngören bir hak olarak ifade edilebilecektir.³⁴⁰ Yatırımcının tazmini, seyrelmenin önüne geçilmesi için yatırımcı için daha düşük bir değerden veya doğrudan bedelsiz olarak ihraç edilen paylar ile sağlanmaktadır.

Seyrelmeme korumasının da iki farklı modeli bulunmaktadır: (i) *Full ratchet* (tam çarpan) ve (ii) *broad based weighted-average* (geniş tabanlı ağırlıklı ortalama). *Broad based weighted-average* modelinde, pay ihraç fiyatı hesaplanırken yeni finansmanda ihraç edilen pay adedi ve halihazırda tedavülde olan pay adedi (ve ilgili payların ihraç edildiği fiyatlar) dikkate alınmaktadır. *Full ratchet* modelinde ise ihraç edilecek pay adedi veya önceden tedavülde olan pay adedi dikkate alınmaksızın yeni ihraç fiyatı belirlenmektedir. Yeni ihraç edilen pay adedi ile daha önceden ihraç edilmiş pay adetleri dikkate alınmadığı için, *full ratchet* modelinde *broad based weighted-average* modeline göre daha farklı sonuçlara varılmaktadır. Girişim ekosisteminde daha yaygın olarak kullanılan model, *broad based weighted-average* modelidir. Bu modelde mevcut paylar ile yeni ihraç edilecek paylar dikkate alındığından daha doğru bir sonuç ortaya çıkmaktadır.³⁴¹

Sektörde yerleşik uygulama halini almış *broad based weighted-average* modeli aşağıdaki formül uyarınca hesaplanmaktadır.³⁴²

$$N = \left(\frac{SIP}{WA} \right) \times Z - Z$$

N= Seyrelmemesi için yatırımcıya verilecek pay adedi

$$WA = \frac{(SIP \times ESC) + (QISP \times NS)}{(ESC + NS)}$$

SIP = Yeni pay ihraç fiyatı

ESC = Yeni ihraç edilen paylar ile yeni ihraç öncesindeki tüm payların toplamı

QISP = Yeni yatırımcı için ihraç edilen payların en düşük beher pay değeri

³³⁹ Girişim ekosisteminde bu durum, “down round” olarak adlandırılmaktadır.

³⁴⁰ 2017, **Practical Law Drafting Notes to BVCA Articles Of Association For Early Stage Investments**, Thomson Reuters, s. 26. H. Ercüment Erdem, Y. Can Göksoy, **Limited Şirkette Payın Rehni**, s. 606.

³⁴¹ **Preparing a Venture Capital Term Sheet**, Morgan Lewis, s. 12.

³⁴² Startup Estonia tarafından yayımlanan *Seed Shareholders' Agreement*'ta yer alan *broad based weighted-average* modelinde kurgulanmış seyrelmeme hakkı hesaplamasıdır.

NS = Yeni yatırımcı için ihraç edilecek pay adedi

Z = Yeni yatırımcı için yapılacak ihraç öncesinde mevcut yatırımcının elinde bulunan pay adedi

Esasında seyreilmeme hakkı kapsamında yatırımcı tazminin de girişimcinin üstlendiği nispi bir borç olduğu ifade edilebilecektir.

5. Yatırımcı Hakları Nedeniyle Rekabet Kurulu İzin Gerekliliği

Mal ve hizmet piyasalarındaki rekabeti engelleyici, bozucu veya kısıtlayıcı anlaşma, karar ve uygulamalar ile piyasaya hâkim olan teşebbüslerin işbu hakimiyetlerini kullanarak piyasadaki rekabetin kabul edilebilir seviyenin altına düşürmesini önlemek, bunun için gerekli denetim, gözetimleri yaparak serbest piyasa ortamının korunmasını sağlamayı misyon edinmiş Rekabet Kurumu, piyasadaki rekabet ortamını bozabilecek birleşme ve devralmaları da denetlemektedir.³⁴³ İlgili işleme taraf olan teşebbüslerin belirli büyüklükleri aşıyor olması ve söz konusu işlem neticesinde hedef şirkette kontrol değişikliği yaşanıyor ise işlem ile piyasadaki rekabetin bozulup bozulmadığının kontrolü için Rekabet Kurulu'na izin başvurusu yapılması gerekmektedir. Söz konusu izin gerekliliğinin hukuki dayanağı Rekabet Kanunu'nun 7 nci maddesinde şu şekilde belirtilmektedir: *“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.”*.

Rekabet Kurulu'nun yukarıda belirtilen yetkisine istinaden, Rekabet Kurulu'ndan izin alınması gereken birleşme ve devralma işlemlerine ilişkin 07.10.2010 tarihli ve 27722 sayılı Resmî Gazetede yayımlanan Rekabet Kurulundan İzin Alınması Gereken Birleşme ve Devralmalar Hakkında Tebliğ yayımlanmıştır.

İzin Tebliği ile amaçlanan yukarıda da değinildiği üzere, piyasadaki rekabeti bozabilecek, tekelleşmeye varabilecek işlemlerin denetlenmesidir. 4 Mart 2022 tarihinden önce erken aşama girişim şirketleri İzin Tebliği'nde belirtilen ciro eşiklerini

³⁴³ Sefa Ural Aktürk, 2019, **Birleşme ve Devralmaların Rekabet Hukuku Yönü**, s. 95.

aşmadığı için Rekabet Kurulu’ndan izin alınması gerekliliği bulunmamaktaydı. Fakat, 4 Mart 2022 tarihinde İzin Tebliği’nde gerçekleşen değişiklik neticesinde İzin Tebliği’ne yeni bir kavram olarak “*teknoloji teşebbüsü*” ifadesi dahil olmuştur. İzin Tebliği’ne eklenen bu terim, girişim ekosisteminde de ciddi bir etki doğurmuş ve neredeyse tüm girişim sermayesi yatırımlarında Rekabet Kurulu’na izin başvurusu yapılması gerekliliği doğmuştur.

“Dijital platformlar, yazılım ve oyun yazılımı, finansal teknolojiler, biyoteknoloji, farmakoloji, tarım kimyasalları ve sağlık teknolojileri alanlarında faaliyet gösteren teşebbüsleri veya bunlara ilişkin varlıkları” ifade eden teknoloji teşebbüsleri esasında neredeyse tüm girişim şirketlerini içine alan bir tanıımı oluşturmaktadır. Eklenen teknoloji teşebbüsü kavramının, girişim ekosistemini bu kadar etkilemesinin nedeni ise İzin Tebliği değişikliği ile teknoloji teşebbüsleri bakımından ciro eşiklerinin hesaplanmayacağına hükme bağlanmasıdır. İzin Tebliği değişikliği öncesi dönemde ciro eşiklerini aşmadığı için kontrol değişikliği yaşansa dahi Rekabet Kurulu’ndan izin alması gerekmeyen girişim şirketlerinin, İzin Tebliği değişikliği ile eklenen teknoloji teşebbüsleri bakımından ciro eşiklerinin dikkate alınmayacağına yönelik istisnai hüküm nedeniyle Rekabet Kurulu’na izin başvurusu yapması gerekliliği doğmuştur. Başka bir ifade ile birleşme ve devralma işlemlerinde, teknoloji teşebbüsü sıfatını haiz teşebbüsler özelinde ciro eşiği sınırları uygulanmayacaktır.

İzin Tebliği değişikliği ile teknoloji teşebbüslerinin cirolarının, Rekabet Kurulu izin gerekliliğinde dikkate alınmayacak olmasının altında yatan sebebin, devral ve bitir (*buy and kill*) modelinin önüne geçilmek istenmesi olduğu değerlendirilmektedir. Özellikle teknoloji devi olarak nitelendirilebilecek teşebbüsler, ileride kendilerine rakip olabilecek girişim şirketlerine yatırım yaparak kontrolü ele geçirmekte ve piyasadaki hâkim durumunu güçlendirmektedirler. Söz konusu düşünce her ne kadar makul olarak değerlendirilebilecek olsa da madalyonun öteki yüzüne bakmakta da fayda vardır. Girişim sermayesi ekosisteminde hızlı büyümenin öncelikli bir konu olduğu ve girişim şirketlerinin finansman ihtiyacına olabildiğince erken ulaşması gerekliliği dikkate alındığında söz konusu şirketlere yapılacak olan devralma niteliğini haiz yatırımlarda Rekabet Kurulu’na izin başvurusu yapılması girişim sermayesi ekosistemi açısından bir sorun olarak değerlendirilebilecektir. Bu noktada özellikle girişim şirketlerinin finansmana erişim süresi uzayacaktır.

İzin Tebliği'nde gerçekleştirilen değişiklik ile girişim şirketlerini de kapsayan teknoloji teşebbüslerinin ciroları, ciro hesabında dikkate alınmayacağı hükme bağlandığı göre, bir devralma işleminin Rekabet Kurulu iznine tabi olması için gerekli şartların ne olduğu sorusu akıllara gelmektedir. (i) Kontrol değişikliği ve (ii) ciro eşiklerinin aşılması. Başka bir ifade ile belirli ciro eşiklerini aşan işlem taraflarının bulunması ve işlem neticesinde kontrol değişikliği gerçekleşiyor olması durumlarında söz konusu işlem Rekabet Kurulu iznine tabi olacaktır. İzin Tebliği'nin 5 inci maddesinin birinci fıkrasına göre, *“Kontrolde kalıcı değişiklik meydana getirecek şekilde; a) İki 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 hâlihazırda en az bir teşebbüsü kontrol eden bir ya da daha fazla kişi tarafından devralınması, Kanunun 7 nci maddesi kapsamında birleşme veya devralma işlemi sayılır.”*.

Bu doğrultuda öncelikle, (i) girişim şirketine yapılacak yatırımın bir devralma işlemi olup olmadığı ve (ii) yatırımcılar bakımından ciro eşiklerinin aşılp aşılmadığının incelenmesi gerekmektedir. Bir işlemin devralma sayılması için şirketteki kontrolün el değiştirmesi gerekmektedir. Buradaki kontrol değişikliğini geniş anlamda kontrol değişikliği olarak anlamak gerekmektedir. Birleşme ve Devralma Sayılan Haller ve Kontrol Kavramı Hakkında Kılavuz'da, İzin Tebliği'nin 5 inci maddesinin ikinci fıkrasında belirtilen belirleyici etki uygulama olanağını sağlayan araçlara ilişkin detaylara yer verilmiş olup işbu araçlar (i) paylar veya varlıkların devralınması, (ii) sözleşmeler ve (iii) kontrol sağlayan diğer araçlar olarak ifade edilmiştir.³⁴⁴ Erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda kontrol değişikliğine neden olabilecek hukuki enstrüman, pay sahipleri sözleşmesidir. Nitekim, yatırımcı pay adedi itibarıyla şirkette kontrol sağlayacak kadar bir payı iktisap etmemektedir. Bu bahisle, girişim sermayesi yatırımları özelinde üzerinde durulması gereken asıl husus sözleşme aracılığıyla kontrol değişikliğidir. Bu noktada da pay sahipleri sözleşmesinde yer alan ve stratejik kararlara ilişkin yatırımcının veto hakkı (önemli nitelikteki genel kurul kararı ile önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları) sözleşmesel bir kontrol olarak değerlendirilmektedir. Kaldı ki, Birleşme ve Devralma Sayılan Haller ve Kontrol Kavramı Hakkında Kılavuz'da söz konusu veto

³⁴⁴ Aktürk, a.g.e., s. 60.

haklarının açıkça kontrol sağladığı belirtilmektedir.³⁴⁵ Bu noktada önemle belirtmek gerekir ki; belirleyici etki uygulama imkânı sağlayan veto haklarının, hedef teşebbüsün işletme politikası hakkındaki stratejik kararları ile ilgili olması gerekmekte olup yatırımcıların finansal çıkarlarının korunması için azınlık pay sahiplerine verilen veto haklarının ötesine geçmesi gerekmektedir. Hedef teşebbüsün (girişim şirketinin) ana sözleşmesindeki değişiklik, sermayesindeki artış ya da azalma veya tasfiyesi gibi kararlar üzerindeki veto hakları azınlık pay sahiplerinin çıkarlarını korumaya yönelik haklar olup kontrol anlamına gelmemektedir. Bu noktada pay sahipleri sözleşmesinde yer alan hangi önemli nitelikteki kararların, stratejik karar olduğu sorusu akıllara gelmektedir. Birleşme ve Devralma Sayılan Haller ve Kontrol Kavramı Hakkında Kılavuz'un 53 üncü fıkrasına göre *“bütçe, işletme planı, önemli yatırımlar ya da üst yönetimin atanması gibi kararlar”* stratejik kararlar olup bu kararlara ilişkin veto hakları kontrol anlamına gelmektedir. Bu nedenle, erken aşama girişim şirketlerine yapılan yatırımlarda belirlenen önemli nitelikteki kararlardan üst düzey yönetici atanması, bütçe ve iş planının onaylanması gibi kararlardaki yatırımcı veto haklarının kontrole neden olduğu değerlendirilmektedir.³⁴⁶

İzin Tebliği uyarınca izne tabi işlemlerin ön şartı olan kontrol değişikliği kavramı, girişim sermayesi yatırımları özelinde değerlendirildiğine göre diğer ön şart olan ciro eşiklerine de kısaca değinilmesinde fayda bulunmaktadır.

Bir birleşme veya devralma işleminin Rekabet Kurulu iznine tabi olup olmadığının tespiti noktasında kontrol değişikliği unsuruna ek olarak işlem taraflarının yıllık cirolarının da değerlendirilmesi gerekmektedir. Tebliğ'de yer alan ciro eşikleri, 2022 yılı içerisinde İzin Tebliği değişikliği ile güncellenmiş olup güncel ciro eşikleri İzin Tebliği'nin 7 nci maddesinde düzenleme yeri bulmaktadır. Buna göre, iki farklı ciro eşik sınırında bahsedilebilecektir: (i) İşlem taraflarının Türkiye ciroları toplamının 750 milyon TL'yi ve işlem taraflarından en az ikisinin Türkiye cirolarının ayrı ayrı 250 milyon TL'yi aşması veya (ii) devralma işlemlerinde devre konu varlık ya da faaliyetin Türkiye cirosunun 250 milyon TL'yi ve diğer işlem taraflarından en az birinin dünya

³⁴⁵ Birleşme ve Devralma Sayılan Haller ve Kontrol Kavramı Hakkında Kılavuz'un 51 inci fıkrası şu şekildedir: *“Veto hakları genel kurul toplantılarındaki karar alma nisapları vasıtasıyla ya da ana şirketlerin yönetim kurulunda temsil edildiği ölçüde yönetim kurulu vasıtasıyla kullanılabilir.”*

³⁴⁶ Detaylı bilgi için bkz. *“4.1. Önemli Genel Kurul Kararları”* ve *“4.3. Önemli Yönetim Kurulu Kararları”*.

cirosunun 3 milyar TL'yi aşması veya birleşme işlemlerinde işlem taraflarından en az birinin Türkiye cirosunun 250 milyon TL'yi ve diğer işlem taraflarından en az birinin dünya cirosunun 3 milyar TL'yi aşması.³⁴⁷

İzin Tebliği değişikliğinden önce, henüz yüksek ciro rakamları elde edememiş girişim şirketlerinin cirosunun da ciro hesabına katılması gerektiğinden; İzin Tebliği'nin 7 nci maddesinde belirtilen ciro eşikleri aşılamamakta ve Rekabet Kurulu'na izin başvurusu yapılması zorunluluk arz etmemekteydi. Ancak, 4 Mayıs 2022 tarihinden sonra teknoloji teşebbüslerinin cirolarının; ciro hesabı kapsamından çıkarılmış olması ve diğer işlem taraflarının (yatırımcıların) cirolarına bakılarak değerlendirme yapılacak olması, birçok girişim sermayesi yatırımını Rekabet Kurulu iznine tabi hale getirmektedir. Teknoloji teşebbüslerinin, ciro eşik değerlendirmesinden hariç tutulması girişim sermayesi yatırımlarının diğer paydaşlarının cirolarının hesaplanmasının da önünü açmıştır. Nitekim girişim sermayesi yatırımları ekosisteminin yatırımcıları, İzin Tebliği değişikliği öncesinde girişim şirketlerinin ciro eşik şartlarını sağlamadıklarını bildiklerinden kendi ciroları ile ilgilenmemekteydi.

Bu noktada cirosunun hesaplanması gereken yatırımcılardan, özellikle girişim sermayesi yatırım fonlarının özel olarak incelenmesinde fayda bulunmaktadır. Nitekim, diğer yatırımcı aktörler olan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile anonim şirketlerin cirosu alışlageldiği üzere bu tüzel kişilerin kontrolünü elinde bulunduran kişileri de kapsayacak şekilde hesaplanacaktır. Ancak, tüzel kişiliği olmayan ve esasında bir mal varlığı topluluğu olan girişim sermayesi yatırım fonlarının ciroları nasıl belirlenecektir? Bu noktada, İzin Tebliği'nin 8 inci maddesi yol gösterici olmaktadır. 8 inci maddeye göre, ciro hesaplamasında işlem tarafının tabi olduğu ekonomik varlık da dikkate alınacaktır.³⁴⁸ Bu bahisle, girişim sermayesi yatırım

³⁴⁷ Bulut Girgin, Orçun Horozoğlu, Sıla Dilaver, 2022, Birleşme ve Devralma İşlemlerinde Ciro Eşikleri Güncellendi. Erişim için: <https://www.mondaq.com/turkey/antitrust-eu-competition/-/1170380/birle%C5%9Fme-ve-devralma-i%C5%9Flemlerinde-ciro-e%C5%9Fikleri-g%C3%BCncellendi> .

³⁴⁸ İlgili madde şu şekildedir: “(1) Bu Tebliğin 7 nci maddesinin uygulanması bakımından, her bir işlem tarafının cirosunun hesaplanmasında aşağıdakilerin ciroları toplamı esas alınır: a) İlgili teşebbüs, b) İlgili teşebbüsün doğrudan ya da dolaylı olarak; 1) sermayesinin veya ticari varlığının yarısından fazlasına sahip olduğu veya 2) oy haklarının yarısından fazlasını kullanma yetkisine sahip olduğu veya 3) denetim kurulu, yönetim kurulu veya teşebbüsü temsile yetkili organların üyelerinin yarısından fazlasını atama yetkisine sahip olduğu veya 4) işlerini idare etme hakkına sahip olduğu kişi veya ekonomik birimler, c) İlgili teşebbüs üzerinde (b)'de sayılan hak ve yetkilere sahip olan kişi veya ekonomik birimler, ç) (c)'de sayılanların, (b)'de

fonunun yatırım kararlarını almaya yetkili organ olan yatırım komitesini imtiyazlı katılma payları ile kontrolünde bulunduran yatırımcının/yatırımcıların ciroları da girişim sermayesi yatırım fonunun cirosu olarak dikkate alınacaktır. Fonda imtiyazlı katılma payı ihraç edilmemiş ise de fonun yöneticisi olan portföy yönetim şirketinin ve işbu portföy yönetim şirketinin hakim ortaklarının ciroları girişim sermayesi yatırım fonunun cirosuna dahil edilecektir. Bu nedenle her iki durumda da girişim sermayesi yatırım fonlarının arkalarında ciroları yüksek kurumsal şirketler olduğu dikkate alınınca; genel olarak girişim sermayesi yatırım fonlarının da ciro sınırlarını aşacağı değerlendirilmektedir.

Rekabet Kurulu izin başvurusunun sonuçlanmasının vakit alıyor olması, girişim şirketine sağlanacak finansmanı da geciktirmektedir. Sektörde bu hususa yönelik çözümler aranmış ve iki çözüm yöntemi öne çıkmıştır. Bunlardan ilki, pay sahipleri sözleşmesinde kontrol değişikliği yaratabilecek bir veto hakkına yer verilmemesidir. Diğer yöntemde ise pay sahipleri sözleşmesi imzalanıp yürürlüğe konmasına rağmen istisnai bir hüküm ile kontrol değişikliği oluşturan veto haklarının Rekabet Kurulu izninden sonra yürürlüğe gireceği belirtilmektedir.

6. Sonuç

Girişim şirketlerine iki farklı metot ile finansman sağlanması mümkündür. Bunlardan ilki daha hızlı sonuçlanan ve bürokratik süreçler içermeyen borç finansmanıdır. Borç finansmanı SAFE, paya dönüştürülebilir borç sözleşmeleri, KISS gibi çeşitli hukuku enstrümanlar ile sağlanabilmektedir. Bu finansman yöntemi esasında bir borç finansmanı olduğundan, yatırım ile birlikte yatırımcıya şirket payı ihraç edilmemektedir. Sermaye finansmanı modelinde ise yatırım ile birlikte yatırımcının sahip olacağı paylar sermaye artırımını ile ihraç edilmektedir. Pay ihracına yönelik ticari şartlar ise akdedilen sermaye iştirak sözleşmesinde düzenleme yeri bulmaktadır. Sermaye finansmanında, sermaye artırımını için bir genel kurul yapılması gerekliliği doğmakta ve yatırımcının pay sahibi olmasından bahisle de pay sahipleri sözleşmesi imzalanmaktadır. Bu sebeplerden dolayı sermaye yatırımlarındaki bürokratik süreçler borç finansmanına göre daha yoğun seyretnmektedir. Buna karşın, yatırımcının sermaye artırımını ile ihraç edilen paylara sahip olmasından bahisle Türk hukukunda sermaye finansmanı, borç finansmanına göre yatırımcı için daha güvenilir

sayılan hak ve yetkilere sahip olduğu kişi veya ekonomik birimler, d) (a)-(ç)'de sayılanların, (b)'de sayılan hak ve yetkilere birlikte sahip olduğu kişi veya ekonomik birimler.”.

bir metottur. Nitekim, borç finansmanındaki banka olmayan biri tarafından kredi verilmesinden hareketle izinsiz bankacılık faaliyeti yapıldığı gibi çekinceler sermaye yatırımında söz konusu olmamaktadır.

Yatırımcının, yapılan sermaye artırımını sonrasında şirkette pay sahibi olması ile birlikte TTK'dan doğan ve paya bağlı hakları kullanma yetkisi doğmaktadır. Fakat TTK'dan doğan haklar, yatırımcının, yatırım sonrasında edindiği pay sahiplik oranının düşük olması nedeniyle tüm beklentileri karşılamamaktadır. İlk etapta, bu beklentilerin TTK'nın imtiyazlı paylar düzenlemeleri uyarınca karşılanabileceği düşünülse de TTK'nın 340 ıncı maddesi ve anonim şirketlere hâkim tek borç ilkesi uyarınca yatırımcının tüm beklentileri, şirketin anayasası olan ve daha konservatif bir yapıda olan esas sözleşme aracılığıyla çözümlenememektedir. Bu durum da yatırımcı, şirket ve girişimci arasında *sui generis* özellikli bir pay sahipleri sözleşmesinin imzalanması ihtiyacının ortaya çıkartmaktadır.

Yatırımcı, pay sahipleri sözleşmesinde yer alan haklar ve girişimci aleyhine düzenlenen kısıtlamalar ile iki temel beklentisini karşılamayı amaçlamaktadır: (i) Şirketin belirli önemli konular bakımından kontrol edilmesi ile yatırımının korunması ve (ii) yatırımcının şirketten çıkışının kolay olması. Bu iki temel saik doğrultusunda pay sahipleri sözleşmesinde; önemli nitelikteki genel kurul kararları düzenlemesine, yönetim kurulunda temsil düzenlemesine, önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları düzenlemesine, pay devir yasağı düzenlemesine, pay opsiyon hakları düzenlemesine, tasfiye sayılan haller ve tasfiye payında imtiyaz düzenlemesine ve yatırımcı lehine seyrermeme düzenlemesine yer verilmektedir.

Yukarıda sayılan hakların içeriklerine ve düzenlenme amaçlarına da kısaca değinmekte fayda bulunmaktadır.

Yatırımcının düşük pay sahiplik oranına sahip olmasından bahisle birkaç istisnai durum saklı kalmak üzere genel kurulda alınan kararlara etki edebilmesi mümkün değildir. Fakat, genel kurul düzeyinde alınacak kararların bazıları doğrudan girişim şirketi faaliyetlerini ve yatırımcının mevcut haklarını etkileyebileceğinden; belirli kararların alınması noktasında yatırımcının da ilgili karara onay vermiş olmasını öngören düzenleme önemli genel kurul kararları olarak adlandırılmaktadır.

Yatırımcının, düşük pay sahiplik oranı nedeniyle yönetim kurulunda temsil edilmesi güçtür. Yönetim kurulunda yapılan iş ve işlemlerden haberdar olmak isteyen

yatırımcı, yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazı ile yönetim kurulunda temsil edilebilmektedir. Önemli nitelikteki genel kurul kararları düzenlemesindeki çekince ile benzer bir çekince yönetim kurulu kararları bakımından da mevcuttur. Yatırımcı belirli yönetim kurulu kararlarının alınması noktasında kendi belirlediği yönetim kurulu üyesinin de ilgili karara onay vermesini talep etmektedir. Bu kapsamda kalan yönetim kurulu kararları, önemli nitelikteki yönetim kurulu kararları düzenlemesinin konusu oluşturmaktadır. Yatırımcı kimi zaman yönetim kurulu üyesi atamak yerine veto hakkı olan/olmayan yönetim kurulu gözlemcisi atama hakkı da talep edebilmektedir.

Girişimci aleyhine tanınan pay devir yasağı ise girişimcinin olabildiğince uzun süre şirkette ortak olarak kalmasını amaçlayan bir düzenlemedir. Girişimcinin şirkette pay sahibi olarak kalması ile şirketin gelişimine olan adanmışlığının da artacağına inanılmaktadır.

Erken aşama girişim şirketlerine yapılan sermaye yatırımlarına ilişkin akdedilen pay sahipleri sözleşmesinde ağırlıklı olarak dört pay opsiyon hakkı ile karşılaşılmaktadır: (i) İlk ret hakkı, (iii) birlikte satma hakkı, (iv) sürüklenme hakkı ve (iv) ilk teklif hakkı. Bu opsiyon haklarından ilk ret hakkı ve ilk teklif hakkı ile girişim şirketinin mevcut ortaklık yapısının korunması amaçlanmaktadır. Birlikte satma hakkı ile sürüklenme hakkı ise yatırımcının girişim şirketinden kolay çıkış yapabilmesi hedeflemektedir. İlk ret hakkı, 3. kişilere yapılan pay satışlarında yatırımcının sahip olduğu ön alım hakkını; birlikte satma hakkı, 3. kişilere yapılan pay satışına yatırımcının da katılması hakkını; sürüklenme hakkı, şirket sermayesinin belirli bir yüzdesinin şirketin satılmasına onay vermesi durumunda diğer pay sahiplerinin de bu satışa katılmaya zorlama hakkını; ilk teklif hakkı ise yapılacak pay satışları öncesinde payların devralınmak istenip istenmediğinin mevcut pay sahiplerine sorulması hakkını ifade eder.

Tasfiye payında imtiyaz, yatırımcının asgari olarak yatırım tutarını güvenceye alan ve elde edilecek gelirlerden öncelikli olarak yatırımcının yararlanmasını ifade eden haktır. Ancak belirtmek gerekir ki, her ne kadar tasfiye payında imtiyaz olarak adlandırılrsa da imtiyaza konu olay yalnızca TTK kapsamında tasfiye değildir. Taraflar pay satışı, mal varlığı satışı gibi işlemleri de tasfiye ile eşdeğer tutmakta ve bu olaylardan elde edilen gelirleri de yatırımcılar imtiyazlı olacak şekilde paylaşmaktadır.

Son olarak seyrelmeme hakkına değinmek gerekmektedir. Seyrelmeme hakkı, mevcut yatırımcının ödediği tutardan daha düşük bir tutarla pay ihraç edilmesi durumunda mevcut yatırımcının uğradığı zararın tazmin edilmesini ifade etmektedir. Ancak burada nakdi bir tazmin söz konusu değildir. Yatırımcı, zararına karşılık gelen adetteki payı iskontolu bir fiyat üzerinden iktisap ederek zararını tazmin etmektedir.

Yukarıda belirtilen haklar sektörde, global standart olarak kabul edilen BVCA, NVCA ve Startup Estonia gibi organizasyonların hazırladığı model dokümanlarda en çok karşılaşılan yatırımcı hakları olsa da tarafların ticari müzakere güçlerine ve yatırım beklentilerine göre daha farklı yatırımcı hakları ile karşılaşılması da olağandır.

Yatırımcı haklarının düzenlendiği pay sahipleri sözleşmesi esasında borçlar hukuka tabi bir sözleşmedir. Borçlar hukukuna tabi bu sözleşmedeki hakların güçlendirilmesi ve korporatif etki doğurması için çeşitli yöntemler önerilebilecekse de bu hakların ifasını kolaylaştırılması ancak *Common Law*'a yaklaşarak mümkündür. En nihayetinde pay sahipleri sözleşmesinden doğan borçlar nispi borçlardır ve kural olarak payı devralan kişilere karşı öne sürülememektedir.

Son olarak veto hakkı görünümünde olan belirli önemli nitelikteki genel kurul ve belirli önemli nitelikteki yönetim kurulu düzenlemeleri, rekabet hukuku perspektifinde negatif kontrol olarak yorumlanmaktadır. Bu düzenlemelerin yer aldığı pay sahipleri sözleşmelerine ilişkin Rekabet Kurulu'ndan izin alınması gerekliliği doğmaktadır. Özellikle İzin Tebliği'nde yapılan değişiklik sonrasında, teknoloji teşebbüsü tanımının kapsamında kalan girişim şirketlerinin cirolarının, ciro eşiklerinin hesaplanmasında dikkate alınmaması; kontrol değişikliği içeren girişim sermayesi yatırımlarını Rekabet Kurulu iznine tabi hale getirmiştir.

KAYNAKÇA

Thomson Reuters, 2017, Practical Law Drafting Notes to BVCA Articles Of Association For Early Stage Investments

BVCA, A Guide to Venture Capital Term Sheets

A.D. Gracey, 2001, Guarantee Mechanisms for Financing Innovative Technology – Survey and Analysis, European Commission

Abuzer Kendigelen, 2001, İmtiyazlı Paylar

Abuzer Kendigelen, 2001, İsviçre Hukukunda Farklı Pay Sahibi Kategori veya Gruplarının Şirket Organlarında Temsili

Abuzer Kendigelen, 2003, Yönetime Katılma Haklarında İmtiyaz

Abuzer Kendigelen, 2011, Gerekçeli-Karşılaştırmalı Yeni Türk Ticaret Kanunu

Ahmet Seyhan, 2023, Şirketler Topluluğuna Güvenen Sorumluluk

Alihan Aydın, 2014, Kanunî Yedek Akçelerin Tamamının İç Kaynaklardan Esas Sermaye Artırımında Kullanılması Mümkün Müdür?

Andrew Metrick ve Ayako Yasuda, Venture Capital & the Finance of Innovation, 2. Baskı

Artie W. Ng., Douglas Macbeth ve Geoff Southern, 2014, Entrepreneurial performance of early-stage ventures: Dynamic resource management for development and growth, International Entrepreneurship Management Journal

Aslan İsmail Daşdemir, 2023, Start-up ve Teknoloji Şirketlerinde Değerleme

Ayşe Selin Kavdır, 2023, Pay Sahipleri Sözleşmesinde ve Esas Sözleşmede Yer Verilen Opsiyon Haklarının Etki ve Sonuçları

Ayşe Sumer, 1991, Anonim Ortaklıklarda Azınlık Haklarının Korunması ve Anonim Ortaklığın Haklı Nedenle Feshi

Brad Feld, Jason Mendelson, 2019, Venture Deals

BVCA, Guide to Corporate Venture Capital

BVCA, Limited Partnership Agreement Explanatory Notes

Bulut Girgin, Orçun Horozoğlu, Sıla Dilaver, 2022, Birleşme ve Devralma İşlemlerinde Ciro Eşikleri Güncellendi

Burcu Sarı, 2023, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Şirket Genel Kurul Toplantısına Pay Sahiplerini Davet Usulü ve İhlalin Sonuçları

Cafer Eminoğlu, 2021, Anonim Şirkette Özen ve Bağlılık Yükümlülüğünün Kişi Bakımında

CB Insights, CB Insights State of CVC 2022 Report

Cem Veziroğlu, 2021, Anonim Ortaklıklar Hukukunda Esas Sözleşme Özgürlüğü ve Sınırları

Ceren Hazal Tunçay, 2017, Finansal Destek Yasağının Birleşme ve Devralmalar Bakımından Değerlendirilmesi

Damla Keskin, 2019, Yediemin Sözleşmesi Yoluyla Anonim Şirket Payı Üzerinde Rehin Kurulması

Dirk Bergemann, Ulrich Hege, Liang Peng, Venture Capital and Sequential Investments

Duygu Gümüşçü, 2023, Birleşme ve Devralma İşlemlerinde Durum Tespiti (Due Diligence) Yapılmasının Hukuki Açıdan Değerlendirilmesi

Eilis Ferran, 2008, Principles of Corporate Finance Law

Elçin Karatay, 2019, Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE'lerin Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi

Elif Berktaş Yüksel, 2020, Türk Hukukunda Saf İnançlı İşlemler

Ellen M. Hancock ve David C. Britt, 2002, New Accounting For SPEs, KPMG Defining Issues

Emine Seda Hocaoğlu Yıldız, 2019, Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz

Cafer Eminoğlu, 2020, TTK m. 360 Hükmüne Göre Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkının Tanınabileceği Gruplar, Hakkın Hukuki Niteliği ve İcrası

Erdem Ateşagaoglu, 2012, Vergi Hukuku Bakımından Anonim Şirketlerde Kâr Payı Dağıtımı

Erdoğan Moroğlu, 2000, Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği, Prof. Dr. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan

Erdoğan Moroğlu, 2000, Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukuki Niteliği

Erdoğan Moroğlu, 2000, Özellikle Anonim ve Limited Ortaklıklarda Oy Sözleşmeleri

Erdoğan Moroğlu, 2007, Hukuki Mütalâalar

Erdoğan Moroğlu, 2017, Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü

Erdoğan Moroğlu, 2018, Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı

Ersin Çamoğlu, 6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili

Esra Hamamcıoğlu, 2005, Anonim Ortaklıklarda Tek Borç İlkesi

Fatih Ölmez, 2021, Belirli Grupların Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Temsili

Ferhat Kayış, 2022, Anonim Ortaklıkta Tek Borç İlkesi Çerçevesinde TTK 421/2-a Bendinin Değerlendirilmesi, Selçuk Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. 30 S. 3

Fikret Eren, 1999, Borçlar Hukuku Genel Hükümler

Fikret Otlı ve Ahmet Uğur, 2006, Bilanço Dışı Finanslama Tekniği Olarak Özel Amaçlı Şirketler, Muhasebe ve Denetime BAKIŞ

Geoff Ralston, A guide to seed fundraising

Grece Dandan, 2023, How to prepare your cap table for seed funding?

Gül Okutan Nilsson, 2004, Anonim Ortaklıklarda Pay Sahipleri Sözleşmeleri

Gülhan Can Akdağ, 2023, Girişim Şirketi (Start-up)

Gülşah Yılmaz, 2018, Pay Sahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı (Tag Along & Drag Along Rights)

Hakan Çebi, 2020, Şirketler Hukuku

Hakan Ertürk ve Güven Sayılğan, 2014, Girişim Sermayesi Fonları ve Bu Fonların Geliştirilmesinde Kamunun Rolü, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi

Halil Arslanlı, 1960, Anonim Şirketler I. Umumi Hükümleri

Halil Arslanlı, 1961, Anonim Şirketler (Anonim Şirketin Hesapları, Anonim Şirketin İnfisahı ve Tasfiyesi C. IV-V)

Hanifi Çelik, 2017, Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulunun Hukuki Sorumluluğu

Harris B. Freidus, 2004, Right of First Refusal, New York Law Journal

Hasan Pulaşlı, 2016, Güncellenmiş ve Genişletilmiş Şirketler Hukuku Genel Esaslar

Hasan Pulaşlı, 2022, Şirketler Hukuku Şerhi, c. I

Hasan Pulaşlı, 2022, Şirketler Hukuku Şerhi, c. II

Hasan Pulaşlı, 2022, Şirketler Hukuku Şerhi, c. III

Hasan Pulaşlı, 2022, Şirketler Hukuku Şerhi, c. IV

Hülya Çoştan, 2012, Yönetim Kurulunun Karar Alma Usulleri, Oy Hakkı, Yetersayılar ve Toplantı Talep Hakkı

Institutional Limited Partners Association, 2020, ILPA Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners

İbrahim Çağrı Zengin, 2020, Türk Ticaret Kanunu'na Göre Anonim Ortaklık Genel Kurulunda Yeter Sayılar

İpek Okucu Taftalı, 2018, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu Uyarınca Anonim Şirketlerde İmtiyaz

İsmail Cem Soykan, 2019, Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı

İsmail G. Esin, 2021, Birleşme ve Devralmalar

İsmail G. Esin, S. Tunç Lokmanhekim, 2003, Uygulamada Birleşme ve Devralmalar

İsmail Kırca, Feyzan Hayal Şehirali Çelik, Çağlar Manavgat, 2013, Anonim Şirketler Hukuku C. I

Jean-Sebastiaen Lantz, Jean-Michel Sahut ve Frederic Teulon, 2011, What is the Real Role of Corporte Venture Capital, International Journal of Business

José Santisteban ve David Mauricio, 2017, Systematic literature review of critical success factors of Information Technology startups, Academy of Entrepreneurship Journal

Kadir Baş, 2023, Anonim Şirketlerde Belirli Bir Pay Sahibi Grubu Tarafından Aday Gösterilen Yönetim Kurulu Üyelerine Veto Hakkı Tanınabilir Mi?, Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi Cilt 29 Sayı 2

Kellen Luey, Clifford A. DeGroot, 2020, Why Do So Many Startups Form Their Corporations in Delaware?

Levent Biçer, Betül Aktaş Ertan, 2023, Yönetim Kurulunda Temsil Edilme İmtiyazının Dolaylı Olarak İhlal Edilmesine İlişkin Bazı Soruların Değerlendirilmesi, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 3

M. Kemal Oğuzman, Turgut Öz, 2013, Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt 2

Marina Lovrinevic, 2022, Early-Stage vs. Growth-Stage Startups: Examining the Differences in the Perception of Factors Instrumental to Success, Proceedings of the 18th European Conference on Management Leadership and Governance, ECMLG 2022

Mehmed Emin Doğan, 2018, Anonim Şirketlerde Yönetim Kurulu Toplantısı

Mehmet Bahtiyar, 2001, Anonim Ortaklık Anasözleşmesi, s. 200., Tekinalp, Anonim Ortaklıklar

Mengü Hafize Külahcı, 2015, Girişim Sermayesi ve Firma Performansı

Merve Kütükçüoğlu, 2021, Anonim Şirketlerde Primli Paylar ve Primli Pay İhracı

Mevci Ergün, 2021, Anonim Şirketler Hukuku

Murat Yusuf Akın, 2014, Anonim Ortaklıkta Bağlı Nama Yazılı Paylar

N.M.P. Bocken, 2015, Sustainable venture capital catalyst for sustainable start-up success?, Journal of Cleaner Production

Necdet Uzel, 2015, 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa Göre Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam

Necla Akdağ Güney, 2016, Anonim Şirket Yönetim Kurulu

Nesrin Şahin, 2021, İştirak (Sermaye Katılım) Sözleşmeleri Yoluyla Anonim Ortaklıkta Pay Sahipliğinin Kazanılması

Nurhan Aydın, Kasım- Aralık 2015, Büyüme Potansiyeli Yüksek, Yenilikçi Girişimlerin Erken Aşama Finansmanı: ciceksepeti.com Örneği, Akademik Bakış Dergisi, 52. Sayı

Oğuz İmregün, 2001, Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulu Toplantı ve Karar Yetersayıları ve Yönetim Kurulu Kararlarına Karşı Başvuru Yolları

Paul Gompers, William Gornall, Steven N. Kaplan, Ilya A. Strebulaev, 2016, How Do Venture Capitalists Make Decisions, Natinonal Bureau of Economic Research

Preparing a Venture Capital Term Sheet, **Morgan Lewis**

PwC, VC Term Sheet – Market Report 2021

Rauf Karasu, 2016, Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsil Edilme Hakkı

Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, 2019, Ortaklıklar Hukuku II

Reha Poroy, Ünal Tekinalp, Ersin Çamoğlu, 2021, Ortaklıklar Hukuku I

Rıza Ayhan, Hayrettin Çağlar, Mehmet Özdamar , 2022, Şirketler Hukuku Genel Esaslar

S. Anlam Altay, 2009, Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler [Equity Joint Ventures]

Salih Tayfun İnce, 2019, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi

Sefa Ural Aktürk, 2019, Birleşme ve Devralmaların Rekabet Hukuku Yönü

Sercan Uçar, 2020, Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları.

Serdar Karababa, 2016, Anonim Ortaklıkta Satın Alma (Squeeze-Out) ve Çıkarma Hakkı

Seren Deniz Yanık, 2021, Girişim Şirketlerinin Sermaye İhtiyaçlarını Karşılama İçin Kullandıkları Fon Mekanizmaları, Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi 2021/2

Sinan Can Diren, 2018, 6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu’na Göre Anonim Şirket Genel Kurulunda Toplantı ve Karar Yetersayıları

Startup Centrum, Startup Centrum Türkiye Startup Ekosistemi Yıl Sonu Yatırım Raporu

Şengül Al Kılıç, 2019, Anonim Şirketlerde Pay Sahiplerinin Tasfiye Payı Alma Hakkı, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XXIII, Y. 2019, Sayı 4

Şengül Zengin, 2023, Marka Değeri İle Şirket Değeri Karşılaştırması: Hirose Yöntemi

Şükrü Yıldız, 2000, Anonim Ortaklıkta İhraç Primleri (Agio)

Tamer Bozkurt, 2016, Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam)

John Lowry, 2011, The Prohibition Against Financial Assistance: Constructing A Rational Response, Corporate Finance Law in the UK and EU

Tuğçe Aydoğan Çete, 2021, Girişim Finansmanında Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının Rolü ve Önemi

Ünal Tekinalp, 1958, Anonim Ortaklık Payının Alım, Önalım, Gerialım ve Benzer Haklara Konu Olması Sorunu

Ünal Tekinalp, 2012, Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları

Ünal Tekinalp, 2015, Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku n Kapsamına İlişkin Bazı Değerlendirmeler, Ankara Barosu Dergisi 80

Vahdet Altundal, Mehmet Başar, 2020, Erken Aşama Startupların Finansmanı ve Değerlemesi

Veliye Yanlı, 2000, Anonim Ortaklıklarda Tüzel Kişilik Perdesinin Aralanması ve Pay Sahiplerinin Ortaklık Alacaklılarına Karşı Sorumlu Kılınması

Veliye Yanlı, 2012, Şirketin Kendi Paylarını Edinmesinde Finansal Destek Yasağı, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi 28. Sayı, s. 39.

W. Wing-Ki, C. Hong-Man ve P. Venuviod, 2005, Assessing the growth potential of high-technology startups: An exploratory study from Hong Kong, Journal of Small Business and Entrepreneurship

Will Kenton, 2022, Silent Partner: Definition, Agreements, Vs. General Partner

Y Combinator, Safe User Guide

Yasin Barış Özelci, 2020, Anonim Şirketlerde Primli Paylar

Yavuz Akbulak, 2020, “İnançlı Mülkiyet” Üzerine Bir Değerlendirme

Yüksel Bilgin, 1982, Anonim Ortaklıklarda Kar Payı Dağıtımı ve Kara Katılan Kişiler

Zeynep Tıraşın Aksan, 2018, Paya Dönüştürülebilir Tahviller

