

**T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ÖZEL HUKUK ANABİLİM DALI**

**AMERİKAN HUKUKU KAYNAKLI SAFE'LERİN (*SIMPLE
AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY*) TÜRK HUKUKU
KAPSAMINDA İNCELENMESİ**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Elçin KARATAY

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Sıtkı Anlam Altay

ARALIK 2019

ÖNSÖZ

Yüksek lisans tezim, şüphesiz ki tez danışmanım Doç. Dr. Sıtkı Anlam Altay'ın desteği olmaksızın ortaya çıkamazdı. Kendisiyle lisans öğrenimim sırasında tanıştığımdan beri beni her zaman destekleyen, halihazırda yürütmekte olduğum mesleğimden keyif almamın en büyük sebebi olan ticaret hukuku başta olmak üzere birçok hukuk alanında beni eğiten ve bu alanlara olan ilgimin temellerini atan, yüksek lisans tezimi tamamlama süresince ilgisi ve anlayışını üzerimden hiç eksik etmeyen özverili hocama şükranlarımı sunuyorum. Tez jürimde yer alan ve benden desteklerini hiçbir zaman esirgemeyen ve değerli zamanlarını ayırarak birikimlerini paylaşan saygıdeğer hocalarım Prof. Dr. Hamdi Yasaman ve Dr. Öğr. Üyesi Mehtap İpek İşleten'e teşekkür ediyorum.

Tez yazım sürecinde beni her anlamda destekleyen, kendilerinden ayrı kalmama sebebiyet veren çalışma sürecinde uzakta da olsalar bana yakınlıklarını daha da çok hissettiren, değerli annem Sally Karatay'a, teyzem Selime Zambak'a, kardeşlerim Akya ve Ateş Karatay'a ve Sevim teyzem ile Selim ve Halil İbrahim dayılarıma; her zaman bana inanmış, yüksek lisansa başladığım ilk günlerde kaybettiğim babam Musa Karatay'a çok teşekkür ediyorum.

Her zaman beni desteklemiş, zor soruları ile çalışmaya teşvik etmiş, üstün zekası ve yeteneğiyle harmanladığı tartışmaları ile ufkumu açmış, birikimini paylaşırken hiçbir zaman çekinmemiş, beni yalnızca söz ile değil her türlü hareketi ile himaye etmiş, cesaretlendirmiş ve her günümü olağandan farklı hale getirmiş değerli meslektaşım ve arkadaşım Mutlucan Solak'a sonsuz minnet duyuyorum. Bu süreçte, iş yükümü elinden geldiğince üstlenerek, beni her zaman destekleyen dostum Avukat Begüm Ergin'e ise özel bir teşekkürü borç biliyorum.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	II
İÇİNDEKİLER	III
KISALTMALAR	VIII
TABLO LİSTESİ.....	IX
RÉSUMÉ.....	X
ABSTRACT	XVII
ÖZET.....	XXIII
GİRİŞ	1
1. ABD HUKUKU’NDA GİRİŞİM YATIRIMLARI, GELECEKTEKİ PAYA DAYALI FİNANSMAN İÇİN YALIN (BASİT) SÖZLEŞME (SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY)’NİN (“TEK TİP YATIRIM SÖZLEŞMESİ”) KAVRAMSAL TEMELLERİ VE TİPİK HÜKÜMLERİNİN İNCELENMESİ	4
1.1. GELECEKTEKİ PAYA DAYALI FİNANSMAN İÇİN YALIN (BASİT) SÖZLEŞME (SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY) (“TEK TİP YATIRIM SÖZLEŞMESİ”) KAVRAMI VE GENEL TAKDİMİ	4
1.1.1. Girişim Ortaklıklarına Yapılan Çekirdek ve Erken Aşama Yatırımlar için Standart bir Sözleşme Oluşturulması İhtiyacı	4
1.1.2. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin Ortaya Çıkması ve Tarihsel Gelişimi ..	10
1.1.3. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin ABD Hukuku kapsamında Girişim Ortaklıkları ve Yatırımcılara Sağladığı Ekonomik Menfaatler	15
1.2. TEK TİP YATIRIM SÖZLEŞMESİ’NİN ABD HUKUKU KAPSAMINDA TEMEL YAPISI	16
1.2.1. ABD Hukuku’nda Ortaklıkların (Corporations) Sermaye Yapısına Genel Bakış	16

1.2.1.1.	Paya Dayalı Sermaye Piyasası Araçları (<i>Equity Securities</i>)	18
1.2.1.2.	Borca Dayalı Sermaye Piyasası Araçları (<i>Debt Securities</i>)	25
1.2.1.3.	Karşılaştırma	26
1.2.2.	ABD Hukuku'nda "Dönüştürülebilir Sermaye Piyasası Aracı" (<i>Convertible Security</i>) Kavramı	27
1.2.2.1.	Genel Olarak	27
1.2.2.2.	ABD Hukuku'nda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ne Benzer Özellikler Taşıyan diğer Sermaye Piyasası Araçları.....	28
1.2.2.3.	Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Dönüştürülebilir Sermaye Piyasası Aracı Niteliği.....	34
1.2.3.	Yatırım Sonrası (<i>Post-Money</i>) Değerleme Kavramı.....	38
1.2.4.	Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Türleri	39
1.2.4.1.	Değerleme Tavanına Tabi İndirimsiz Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (<i>Valuation Cap, no Discount</i>)	39
1.2.4.2.	İndirime Tabi Değerleme Tavanı Uygulanmayan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (<i>Discount, no Valuation Cap</i>)	41
1.2.4.3.	Değerleme Tavanı ve İndirim Hükümü İçeren Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (<i>Valuation Cap and Discount</i>)	42
1.2.4.4.	En Çok Gözetilen Ulus Hükümü İçeren (Değerleme Tavanı ve İndirim Hükümü İçermeyen) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (<i>Most Favored Nation, no Valuation Cap, no Discount</i>).....	42
1.2.5.	Değerleme Tavanı (<i>Valuation Cap</i>) Kavramı.....	43
1.2.5.1.	Yatırımcıların Girişim Ortaklığına Sağladığı Yatırımın Tutarının Sözleşme ile Belirlenmesi	43
1.2.5.2.	Yatırımcıların, Girişim Ortaklığına Sağladığı Yatırım Karşılığında Hak Kazanabilecekleri Payların Değerinin Değerleme Tavanına Dayalı Olarak Belirlenmesi Usulü.....	44
1.3.	TEK TIP YATIRIM SÖZLEŞMESİ'NDE YER ALAN TİPİK HÜKÜMLERİN GENEL OLARAK İNCELENMESİ.....	47
1.3.1.	Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde Yer Alan Paya Dönüştürme, Kazanca Katılma, Tasfiye Sonucuna Katılma gibi Sonuçların Doğmasına Sebep Olan Şartlar	48
1.3.1.1.	Paya Dayalı Finansman Olayı (<i>Equity Financing</i>)	49

1.3.1.2.	Kontrol Değişikliği, Halka Arz, Birleşme veya Önemli Nitelikte Malvarlığı Satışına ilişkin Elden Çıkarma Olayı (<i>Liquidity Event</i>).....	51
1.3.1.3.	Girişim Ortaklığının Faaliyetlerinin Sonlanması, Tasfiyesi veya Feshine ilişkin Faaliyetin Sonlanması Olayı (<i>Dissolution Event</i>)	53
1.3.2.	<i>Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile Yatırım Alan Girişim Ortaklığının Beyan ve Taahhütleri</i>	55
1.3.2.1.	Girişim Ortaklığının ABD Kanunları Uyarınca Kurulmuş Olması	55
1.3.2.2.	Girişim Ortaklığının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni İmzalama Yetkisi ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Geçerliliği.....	56
1.3.2.3.	Girişim Ortaklığının Sahip Olduğu Fikri ve Sınai Mülkiyet Haklarına ilişkin Taahhütleri.....	57
1.3.3.	<i>Yatırımcının Beyan ve Taahhütleri</i>	57
1.3.3.1.	Yatırımcının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni Akdetme Yetkisine ilişkin Beyan ve Taahhütleri	57
1.3.3.2.	ABD Sermaye Piyasası Hukuku kapsamında Yatırımcının Akredite Yatırımcı Olmasına İlişkin Beyan ve Taahhütleri	57
1.3.4.	<i>Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Diğer Bazı Hükümleri</i>	59
1.3.4.1.	Paya Dönüştürme Gerçekleşmeden Yatırımcının Paysahibi Sıfatını Haiz Olmaması.....	59
1.3.4.2.	Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Kural olarak Devredilemezliği ..	60
1.4.	TEK TİP YATIRIM SÖZLEŞMESİ İLE YATIRIM YAPAN YATIRIMCILARIN, GİRİŞİM ORTAKLIĞI TARAFINDAN YAPILACAK SERMAYE ARTIRIMINA AYNI ORANDA KATILMA HAKKINA İLİŞKİN YAPILAN EK SÖZLEŞME.....	60
1.5.	TEK TİP YATIRIM SÖZLEŞMESİ İLE YATIRIMCI VE GİRİŞİM ORTAKLIĞI ARASINDA KURULAN HUKUKİ İLİŞKİNİN ÖZETLENMESİ.....	62
2.	TÜRK HUKUKU'NDA UYGULANAN GİRİŞİM ORTAKLIKLARINA FİNANSMAN SAĞLANMASI YÖNTEMLERİ VE BUNLARIN TEK TİP GİRİŞİM YATIRIMI SÖZLEŞMESİ'NİN ABD HUKUKU'NDA SAĞLADIĞI HUKUKİ SİSTEM İLE KARŞILAŞTIRILMASI.....	64
2.1.	TÜRK HUKUKU'NDA GİRİŞİM ORTAKLIKLARI YATIRIMLARINA İLİŞKİN HUKUKİ DÜZENLEMELER.....	64
2.2.	TÜRK HUKUKU'NDA GİRİŞİM ORTAKLIKLARINA FİNANSMAN SAĞLANMASI YÖNTEMLERİ.....	71
2.2.1.	<i>Girişim Ortaklıklarına Sağlanan Borç Tabanlı Finansman Yöntemleri</i>	73

2.2.1.1. Girişim Ortaklıklarının Borçlanma Aracı İhracı	73
2.2.1.2. Girişim Ortaklıklarına Tüketim Öduncü Sözleşmesi ile Borç Niteliğinde Finansman Sağlanması.....	83
2.2.1.3. Ödünç Niteliğinde Verilen Borcun Daha Sonra Paya Dönüştürülmesi Yoluyla Girişim Ortaklıklarına Finansman Sağlanması.....	86
2.2.2. <i>Pay Tabanlı Finansman</i>	95
2.2.2.1. Sermaye Artırımı Yoluyla Primli Pay İhracı	96
2.2.2.2. Girişim Ortaklığının Yeni Çıkarılacak Payları Alma Hakları Tanıyan İntifa Senetleri İhracı	100

3. TEK TİP GİRİŞİM YATIRIMI SÖZLEŞMESİ’NİN TÜRK HUKUKU’NDA ANONİM ŞİRKETLERE YAPILACAK YATIRIMLAR AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE BENZER HUKUKİ İŞLEMLERİN İNCELENMESİ 104

3.1. TÜRK HUKUKU’NDA “DÖNÜŞTÜRÜLEBİLİR SERMAYE PİYASASI ARACI” (CONVERTIBLE SECURITY) KAVRAMI.....	104
3.1.1. <i>Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin Hükümlerini İçeren Sözleşmelerin Sermaye Piyasası Aracı Olup Olmadığı</i>	104
3.1.2. <i>Türk Hukuku kapsamında Girişim Ortaklıklarının Sermaye Piyasası Aracı İhracı</i>	109
3.2. ŞARTA BAĞLI PAY EDİNDİRME TAAHHÜDÜ YOLUYLA GİRİŞİM ŞİRKETİNE YATIRIM YAPILMASI.....	111
3.2.1. <i>Sözleşmenin Niteliği</i>	111
3.2.2. <i>Sözleşmenin Tarafları</i>	113
3.2.3. <i>Pay İktisabının Bağlı Olduğu Şart, Sui Generis Sözleşme Modelinde “Şart”ın Türk Hukuku kapsamında İncelenmesi</i>	114
3.2.4. <i>Girişim Ortaklığına Sağlanan Finansmanın Niteliği</i>	116
3.2.5. <i>Pay Taahhüdünün Niteliği</i>	117
3.2.5.1. <i>Girişim Ortaklığının Sermaye Artırımına Katılma İle</i>	118
3.2.5.2. <i>Ortaklığın Daha Önce Çıkarılmış olan Paylarını İktisap Yoluyla Pay Devri Yükümlülüğünün İfa Edilmesi</i>	118
3.2.6. <i>Sözleşmenin İfa Edilebilirliği</i>	124
3.2.6.1. <i>Anonim Şirketlerde Pay Devri Sınırlamaları (Bağlam)</i>	124
3.2.6.2. <i>Sözleşmede Gösterilen Pay Mülkiyetini Kazandırma Yükümlülüğüne Aykırılık Halinde Doğacak Sonuçlar</i>	125

3.2.6.3. Sözleşmenin İfasını Sağlamaya Yönelik Tedbirler.....	126
4. SONUÇ.....	127
KAYNAKÇA	133
ÖZGEÇMİŞ.....	141



KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
bkz.	: bakınız
C.	: Cilt
ESerPK	: 2499 sayılı mülga Sermaye Piyasası Kanunu
eTTK	: 6762 sayılı mülga Türk Ticaret Kanunu
Ibid.	: Ibidem (aynı)
m.	: Madde
MBCA	: Model Business Corporation Act
MK	: 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
n./no.	: numara
p.	: paragraf
S.	: Sayı
s.	: Sayfa
SerPK	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
TBK	: 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
TTK	: 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
vd.	: ve devamı

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1.1 Girişim Ortaklığı Payları.....	45
Tablo 1.2 Tek Tip Yatırım Sözleşmesi Kapsamında Payların Dönüştürülmesi Sonrasında Girişim Ortaklığı Payları.....	45
Tablo 1.3 Sonraki Yatırım Turunda Pay Edinimi Sonrasında Girişim Ortaklığı Payları.....	46
Tablo 1.4 Sonraki Yatırım Turunda Pay Edinimi Sonrasında Yatırımcıların Birim Pay Maliyetleri.....	46

RÉSUMÉ

Dans le monde et dans notre pays la base principale du système économique des entrepreneurs qui continue chaque jour son développement et que ces dits entrepreneurs puissent continuer leurs vie commercial et puissent obtenir les résultats commerciaux qu'ils ont visés et sans doute le plus important facteur est qu'ils puissent atteindre aux financements. Cependant, ces partenariats qui sont définis comme entreprise et qui sont au début de leurs vie commercial au point de vue d'atteindre aux financements ils ceux diffèrent dans plusieurs sujets par rapport aux partenariats ordinaires. Les entreprises qui n'ont pas un financement considérable dans leurs passé, autrement dit un financement fiable; dans la plus part du temps il n'a pas aussi la possibilité d'obtenir des fonds auprès des banques et des établissements financiers, ils auront besoin de fournir leurs financement avec des "investissements". A nos jours, par quels moyens juridiques ces investissements peuvent être réalisés est devenu une question qui a besoin d'être répondu. En particulier dans les pays comme les Etats-Unis, ou les investissements des entrepreneurs qui sont très nombreux et ou les investissements sont attribués pour obtenir des revenus dans l'immédiat a créé un besoin pour les investisseurs et les entrepreneurs à investir de manière rapide, simple et économique pour pouvoir répondre aux besoins pendant la durée du « Contrat d'investissement pour future Équité » intitulé « Simple Agreement for Future Equity ». Cette thèse de maîtrise est conçue pour examiner ces Contrats d'Investissement simple pour Future Équité, qui sont préférés et qui occupent une large place dans le Droit Américain et aussi pour évaluer si un contrat similaire peut être adopté est conclu en vertu du Droit Turc.

Dans le premier temps, « les objectifs de Simple Accord pour les Capitaux Futurs » peut être traduit en turc et examiner les objectifs de la nécessité du « Contrat *Simple pour l'équité future* ». Les investissements de base et action de démarrage sont attribués aux investissements qui sont réalisés pour les initiatives relatif à la faisabilité d'une idée, élaboration d'un produit ou alors à la phase d'un plan d'entreprise, ou

encore une phase de test ou de pré-production. Le fait que les investissements réalisés dans ces entreprises qui n'ont pas encore fourni de produits ou des services sur le marché et qui n'ont pas encore testé leur succès, et les retours des produits aux investisseurs ne soit pas certaine et rend ces investissements sous risque. Pour cette raison, les investisseurs, investissent généralement avec des montants peu élevés et en tenant compte du risque de pertes de certains de ces projets donc ils préfèrent investir en grand nombre de projets avec l'idée d'obtenir des revenus très importants de certains de ses projets. En outre, la majorité des entreprises développent de nouvelles technologies ou de nouveaux plans d'entreprise qui leur permettant d'obtenir un avantage concurrentiel grâce à une adaptation rapide. Ces raisons ont conduit les investisseurs sur le besoin d'investir de manière très rapide, simple et a des coûts moins élevés pour répondre à ce besoin, Le contrat d'Investissement Simple, développé par Y Combinator qui est un centre d'accélération répondant à ce besoin répondant à de nombreux besoin dans ce domaine.

En vertu de la loi Américaine, le Contrat d'Investissement Simple est un instrument du marché des capitaux convertibles. Les investisseurs qui investissent avec cet Accord dans les partenariats avec un certain montant que l'on peut considérer comme "entrepreneur", mais ils n'achètent pas leurs propres actions. Les investisseurs sont autorisés à recevoir des actions du partenariat uniquement si certaines conditions énoncées dans le Contrat d'Investissement Simple sont remplies. On peut dire que les investisseurs ont le droit d'obtenir une quote-part éventuelle ou une priorité d'obtention. Comme de nombreux billets convertibles aux termes de la législation Américaine, le Contrat d'Investissement Simple ne donne pas à l'investisseur ni le choix, ni la possibilité d'acheter des actions. Si la condition est remplie, la dette liée au transfert d'actions de l'entreprise sera contractée indépendamment de la demande ou de l'acceptation de la part du partenariat investisseur. En plus, contrairement aux obligations convertibles, les dates d'échéance ne sont pas stipulées dans le Contrat d'Investissement Simple. L'investisseur, ne peut pas réclamer le montant de l'investissement (principal) en fonction de la date indiquée dans l'obligation or ne peut exercer le droit de convertir à l'action. L'investisseur n'a pas d'autre choix d'attendre que les conditions du Contrat d'Investissement Simple soient remplies. Les caractéristiques de Contrat d'Investissement Simple visent à résoudre les problèmes rencontrés lors des investissements réalisés avec des obligations convertibles ou

d'autres instruments d'emprunts. En fait, la possibilité que l'entrepreneur commune, soit obligée de verser un paiement en espèces à la date d'échéance met l'entreprise en difficulté sur le plan financier et, dans certains cas, la capacité de paiement insuffisante des associations d'entrepreneur peut offrir à l'investisseur des avantages qu'elle ne fournirait pas dans des conditions normales.

Pour les partenariats d'entrepreneur, les investisseurs privilégient les Contrats d'Investissement Simple offrant divers avantages financiers tels que des obligations convertibles ou d'autres procédures d'emprunts, en raison des nombreux avantages qu'ils offrent. Tout d'abord, les investisseurs qui investissent avec des Contrats d'Investissement Simple n'investissent pas avec une valeur d'évaluation fixe, mais plutôt avec une "évaluation ombre". Dans le Contrat d'Investissement Simple, l'investisseur et le partenariat d'entrepreneur s'entendent sur un plafond d'évaluation ou un taux de réduction. Lors du prochain cycle d'investissement, lorsque la décision d'acquérir une participation par évaluation du partenariat d'entrepreneur sera décidée, la conversion en actions est réalisée par le biais du plafond d'évaluation ou bien du taux d'actualisation indiqué dans le Contrat d'Investissement Simple. De cette manière, l'investisseur qui investit dans le partenariat d'entrepreneur à un stade précoce et dont le ratio de risque est plus élevé gagne des parts plus avantageuses par rapport aux investisseurs ultérieurs. En outre, il n'est pas nécessaire de procéder à une évaluation précise au cours de la période d'investissement.

L'avantage le plus important offert aux parties par le Contrat d'Investissement Simple réside sans aucun doute dans le fait que l'investisseur et le partenariat d'entrepreneur ne s'entendent que sur le montant de l'investissement et le plafond d'évaluation (ou taux de réduction) et conservent les dispositions restantes du contrat comme indiquées sur le contrat. Dans les investissements réalisés par l'acquisition d'actions, le processus de conclusion du pacte d'actionnaires, qui est l'un des aspects les plus longs et les plus coûteux du processus, et la détermination de l'évaluation sont laissés aux périodes suivantes. De cette façon, les investisseurs peuvent investir rapidement et avec un frais peu coûteux.

La croissance rapide de l'écosystème d'entrepreneur en Turquie, un soutien important accru du gouvernement pour les investissements d'entrepreneur ainsi que

pour les investissements et l'évolution réalisés du marché capital qui se sont produits liés aux fonds d'investissement et des partenariats, augmente l'importance de l'investissement d'entrepreneur. Dans ce contexte, il pourrait être envisagé de résoudre les problèmes en vertu de la législation Turque similaire aux conditions des Contrats d'Investissement Simple en vertu de la législation Américaine qui tentent de résoudre par un instrument de contrat standardisé et de marché des capitaux. Toutefois, afin de procéder à cette évaluation, il est important d'examiner les différences existant entre les législations Turque et Américaine, en particulier en matière de commerce et de marché des capitaux.

Dans cette étude, en premier lieu, les procédures d'émission de Contrat d'Investissement Simple, qui sont des instruments du marché des capitaux en Droit Américain, sont examinées. Dans ce contexte, l'une des différences les plus importantes entre le Droit Turc et le Droit Américain reste dans le fait que certaines exceptions en matière d'émission d'instruments du marché des capitaux à des investisseurs qualifiés ne sont pas incluses dans le Droit Turc. En vertu du droit des États-Unis, dans les exceptions indiquées sur la législation du marché des capitaux, qui peuvent généralement être enlevés sans obligation, même l'enregistrement et aux investisseurs qualifiés peuvent être offerts aux instruments du marché des capitaux pour une manière offres similaires en Turquie, il saupoudre par des partenariats d'entrepreneur. Un prospectus ou un document d'émission conforme aux paragraphes 4 ou 11 devra être préparé et approuvé par le SPK. Dans ce cas, l'objectif consistant à réaliser un investissement rapide et à faible coût qui est l'un des objectifs du contrat d'investissement simple ne sera pas atteint.

A ce stade, on se posera la question de savoir si les contrats d'investissement Simple définis comme des instruments du marché des capitaux dans le Droit Américain peuvent être considérés comme un instrument du marché des capitaux en Droit Turc. Dans cette étude nous avons essayé de trouver des réponses à ces questions. En particulier, SerPK m 3 (1) dans le cadre de l'activité les contrats d'investissement désignés comme l'un des instruments du marché des capitaux sont évalués. En outre, les similitudes et les différences entre les contrats d'investissement Simple et d'autres instruments des marchés des capitaux ont été évaluées en fonction des caractéristiques qu'ils contiennent et la possibilité de les qualifier d'instrument des marchés des

capitaux dans ce contexte a également été examinée. Dans le SerPK et les communiqués connexes, le fait que les définitions des instruments de marché des capitaux ne figurent souvent pas dans leurs caractéristiques rend difficile la réponse à la question.

Les opinions en Droit Turc concernant les contrats d'investissement ont été évaluées et dans la doctrine des valeurs mobilières les définitions données en termes de valeurs mobilières ont été examinées. Dans ce contexte, les évaluations dans le cadre des contrats d'investissement se limitaient aux rares études réalisées en Droit Turc. S'agissant des titres, la définition des titres généralement acceptés dans la doctrine est prise en compte et on considère que ces contrats ne peuvent être qualifiés de titres que s'ils sont émis en multiple et ont la qualité des titres.

Après l'évaluation des instruments du marché des capitaux, les caractéristiques du contrat d'investissement simple ont été évaluées et la possibilité de les construire sous la forme d'un droit conditionnel d'acquérir une part éventuelle qui aurait un impact sur le droit des contrats et créerait un lien de dette entre les parties. Dans ce contexte, la nature juridique de l'investissement dans le partenariat d'entreprise, la notion de condition et les effets corporatifs des dispositions de l'accord sur le partenariat d'entreprise sont brièvement mentionnés.

L'une des différences entre le Droit Américain et le Droit Turc lors de l'exécution du contrat est liée au système d'augmentation de capital et l'émission d'actions. Dans la Loi Américaine ; les statuts autorisent l'émission d'actions et le conseil dispose de pouvoirs étendus lui permettant d'émettre ces actions et d'établir diverses catégories d'actions en leur conférant des droits supérieurs. Dans le droit Turc, une situation juridique similaire peut être envisagée avec l'adaptation du système de capital enregistré, comme le montre le TTK. Toutefois, dans ce cas, la situation juridique prévue par le Contrat d'Investissement Simple ne peut être réalisée qu'en émettant des instruments du marché des capitaux. Si le capital est augmenté par un engagement en capital, des méthodes supplémentaires seront nécessaires pour renforcer l'exécution du contrat par rapport au quorum indiqué dans le TTK et à l'obligation de remplacer les statuts. A cet égard, il appartient également à l'assemblée

général de la TTK d'accorder le droit de participer à l'augmentation de capital par contrat.

L'une des recherches effectuées dans le cadre de l'étude est que le partenariat d'entreprise s'engage à transférer les actions qu'elle a acquises par contrat. Dans ce contexte, on peut considérer que les actions à donner à l'investisseur dans les contrats conclus par le partenariat d'entreprise et l'investisseur et qui comprennent une acquisition éventuelle d'actions doivent être engagées à partir des actions acquises par le partenariat lui-même. Cependant, dans ce contexte les obligations stipulées dans le code de commerce turc en ce qui concerne l'acquisition d'actions propres de sociétés par actions devront être respectées.

Un sujet à examiner en termes de la Loi Turque consiste à prendre des mesures pour assurer l'application du contrat. En particulier, étant donné que les dispositions du contrat n'ont souvent pas d'incidence sur l'entreprise, l'investisseur peut souhaiter prendre des mesures pour en assurer l'exécution afin de protéger le droit d'acquérir des actions. Les mesures visant à assurer le respect du contrat visent à prévenir les violations du contrat et à avoir un effet dissuasif aux conséquences graves. Dans ce contexte, en cas de contravention au contrat des mesures dissuasives telles que l'application de conditions pénales élevées peuvent être appliquées, ou la possibilité de non-respect de l'engagement de cession d'actions du contrat par cession d'action à des tiers (par exemple par le dépôt d'actions) avec suppression de la possession d'actions.

Suite aux résultats obtenus des évaluations réalisées dans le cadre de l'étude ; le Contrat Simple est généralement très utile en rendant les investissements possibles de manière rapide et rentable. Il a été conclu que dans le cadre de la Loi Turque elle ne pouvait pas être appliquée mot par mot de la façon dont elle est appliquée dans le système d'entreprise Américain de manière à apporter sa contribution. Cependant, il a été évalué qu'il sera possible de réaliser des avantages similaires entre un partenariat investisseur et un partenariat entreprise grâce à un certain nombre de relations contractuelles. Cependant, les avantages qu'offre le Contrat d'Investissement Simple, donnera naissance à l'obligation de renoncer à certains avantages, en même temps lors

de l'élaboration du contrat il va falloir suivre des méthodes différentes que celles de de la loi Américaine.



ABSTRACT

For start-ups, which are the fundamental unit of the start-up ecosystem growing day by day both in our country and worldwide, the most important factor to sustain commercial activities and to pursue the aimed business outcomes is being financed. However, for such corporations characterized as start-ups that are at the beginning of their commercial path, being financed is much different comparing to standard businesses. Start-ups do not have a long and trustworthy financial background, hence they mostly lack the opportunity to get loans from banks and financial institutions and thus are in need of being financed through “investment”s. In this respect, a recent question that needs to be answered is how to make and acquire investments in sense of legal transactions. The need for a fast-paced, simple and low-cost solution for investors and start-ups to make investment deals has emerged in countries such as US, where there are a lot of start-up investments and these investments are pursued professionally for revenue generation purposes. As an answer to this need, a generic agreement titled “*Simple Agreement for Future Equity*” (“SAFE”) came into light. In this L.L.M. dissertation, SAFE which has a substantial place in US Law and is in the spotlight of investors and start-ups will be reviewed and it will be evaluated whether start-up investments may be granted through a similar agreement under Turkish Law.

In this study, firstly, the reasons behind the emergence of SAFE will be analyzed. Initial and early stage investments are made in start-ups completing the preliminary studies that an idea is operable, the development of the product and business plans or the testing and preproduction stages. The fact that such investments -made in start-ups that have not yet supplied any product or service into market or had the chance to test their success- do not have a return guarantee results in these investments being risky. Thereby, investors mostly make small amounts of investment and invest in a large quantity of start-ups hoping to generate big revenue from the few successful ones. Moreover, since most start-ups develop new technologies and business plans, they need fast adaptation to have the advantage in the competitive market. All these reasons

build up to the need for fast-paced, simple and low-cost investment deals. SAFE put forward by Y Combinator, which is an acceleration center, is an answer to the mentioned needs in this framework.

Under US Law, SAFE is a convertible capital market instrument. Investors, through this agreement, make a certain amount of investment in the corporations considered as “start-ups”, however they do not acquire their corporation shares. Investors are entitled to receive shares of the corporation only if certain conditions set out in SAFE are met. In this sense, the investors will have a conditional right to obtain shares or a right of first refusal. Contrary to many convertible notes under US Law, SAFE does not give the investor a preferential right or option to purchase shares. In case the condition is fulfilled, the start-up will become indebted to transfer shares regardless of the request or acceptance of the investor and the start-up corporation. Furthermore, unlike convertible notes, due dates are not stipulated in SAFE. The investor cannot ask for the return of the investment amount (capital) pursuant to the date on the bond or use the right to convert to shares. The investor has no choice other than waiting until the conditions in SAFE are met. The purpose of these features of SAFE is to solve the problems encountered in investments made through convertible bonds or other borrowing instruments. In fact, the possibility that the start-up may be obliged to make a cash payment on the due date may put the start-up in a difficult position financially and in some cases, may result in insolvent start-up corporations providing the investor with certain benefits that they would not normally provide.

SAFE, providing various financial benefits for start-up corporations in comparison to convertible notes or other borrowing instruments, is also preferred by the investors due to the many advantages that it provides. First of all is the fact that the investors who invest through SAFE are not investing based on a certain amount of valuation, but rather on a “shadow valuation”. Under SAFE, the investor and the start-up corporations agree on a valuation cap or a discount rate. In the next investment round, upon the decision to obtain shares as per the valuation of the start-up corporation, the share conversion is realized through the valuation cap or discount rate stipulated under SAFE. Thus, the investor who invests in the start-up corporation at an earlier stage and with a higher risk will be in a more advantageous position to acquire

shares compared to the subsequent investors. Moreover, the investor will not be required to make an accurate valuation at the initial investment stage.

The most important benefit provided by SAFE to the parties is, without doubt, that the investor and start-up corporation only need to agree on the investment amount and the valuation cap (or discount rate) and mostly keep the remaining provisions of the contract as they are. The processes of executing the shareholders agreement and company valuation, which are some of the longest and most costly items in investments through share acquisition, are left to the later stages. Accordingly, investors can make fast-paced and low-cost investments.

Start-up investment gain importance due to the fast growth of the start-up ecosystem in Turkey, the increase in start-up investments and government support for start-ups and the developments in the capital market regarding the venture capital investment funds and corporations. In this context, it may be considered to solve the problems addressed by SAFE under US Law through a similar standard agreement and capital market instrument under Turkish Law. However, in order to make this assessment, the differences between Turkish Law and US Law, especially in commercial and capital market law, should be examined.

In this study, primarily, the procedures of issuing SAFE which is a capital market instrument in US Law are examined. In this respect, one of the most significant differences between Turkish Law and US Law is that some exceptions for the issuance of capital market instruments to qualified investors are not regulated under Turkish Law. Under US Law, within the exceptions stipulated under capital market laws, capital market instruments can mostly be issued without even registration obligations and can be offered to qualified investors. In order for capital market instruments to be offered in a similar way in Turkey, a registration statement or an issuance document in accordance with the articles 4 or 11 of the Capital Markets Law shall be prepared by the start-up corporations and shall be approved by the Capital Markets Board. In this case, it will not be possible to realize the purpose of SAFE which is to make fast-paced and low-cost investments.

At this point, the question coming into mind is whether SAFE, which is considered a capital market instrument under US Law, can also be considered as a capital market instrument under Turkish Law. This study attempts to find the answer to this question. In particular, the investment agreements, which are indicated as one of the capital market instruments pursuant to the article 3(1)§ of the Capital Markets Law, are analyzed. In addition, in terms of the features it contains, the similarities and differences of SAFE, in comparison with the other capital market instruments have been evaluated and, in this framework, it is discussed whether it can be qualified as a capital market instrument. The fact that the features of capital market instruments are often not explained under relevant definitions of the Capital Markets Law and related communiqués makes it difficult to answer the mentioned question.

In respect of the investment agreements, the opinions under Turkish Law are assessed; and for evaluation regarding securities, the definitions of securities put forward in the doctrine are reviewed. In this respect, the assessments within the scope of investment agreements are limited with a few studies conducted under Turkish Law. In terms of securities, taking the definition of securities generally accepted in the doctrine into consideration, it is observed that these agreements may be qualified as securities only if they are issued as fungible and have the qualifications of negotiable instruments.

Following the evaluations regarding the capital market instruments, the characteristics of SAFE are reviewed and the possibility of constructing it as an agreement entitling a conditional right to obtain shares, which creates a debtor-creditor relationship in accordance with the law of contracts, is considered. In this framework, the legal nature of the investment in the start-up corporation, the concept of condition and the corporative effects of the provisions of the agreement on the start-up corporation are briefly reviewed.

At the stage of the performance of the agreement, one of the differences established between US Law and Turkish Law is related to the system of capital increase and issuance of shares. Under US law, it is indicated in the articles of association which shares are allowed to be issued, and the board of directors is granted extensive powers to issue these shares and to establish groups of shares and granting

them various superior rights. Under Turkish Law, a similar legal status may be possible by adoption of the registered capital system stipulated under the Turkish Commercial Code. However, still in this case, the legal status intended through SAFE can only be achieved by issuance of capital market instruments. In case the registered capital is increased through capital subscription, additional considerations shall be required to ensure the performance of the agreement against the quorum to amend the articles of association indicated under the Turkish Commercial Code. In this respect, the power for the start-up corporation to grant the right to participate in capital increase through an agreement is also entrusted to the general assembly under the Turkish Commercial Code.

Another case that is reviewed within the scope of this study is the start-up corporation undertaking through an agreement to the transfer its own acquired shares. In this context, it may be considered that the shares to be transferred to the investor through the agreement to be executed by the start-up corporation and the investor, in which conditional acquisition of shares is stipulated, shall be committed from the shares acquired by the corporation itself. However, in this framework, the obligations stipulated under the Turkish Commercial Code regarding the acquisition of own shares of joint stock companies shall be complied with.

One issue that needs to be carefully examined in terms of Turkish Law is to take measures to ensure the performance of the agreement. In particular, since the provisions of the agreement often do not have a corporate impact, the investor may want to take measures to ensure the performance of the agreement in order to protect his right to acquire shares. The basis of the measures to ensure compliance with the agreement is to prevent the conducts in violation of the contract and to provide deterrence by stipulating severe consequences. In this context, deterrent measures such as implementing big penal clauses in case of violation of the agreement can stipulated, moreover the possibility of non-fulfillment of the share transfer commitment in the agreement may be averted through the abolition of the possession of shares, by the transfer of shares to third parties (for example by depositing shares to a trustee).

As a result of the evaluations within the scope of this study, in general, it has been concluded that SAFE, which provides great contribution to making investments

possible in a fast-paced and cost-effective manner; cannot be directly applied under Turkish law in the same way that it provides contribution to the American start-up ecosystem. However, it has been observed that it is possible to achieve similar benefits between the investor and the start-up corporation through certain contractual relationships. Nonetheless, while maintaining these benefits, it will be necessary to give up on some of the benefits provided by SAFE, and also different methods than stipulated under US Law will be required to be followed during the construction of the agreement.



ÖZET

Dünyada ve ülkemizde her gün büyümesini sürdüren girişim ekosisteminin temel yapıtaşı olan girişimlerin ticari hayatlarını sürdürmeleri ve amaçladıkları ticari sonuçları elde edebilmeleri için en önemli etken şüphesiz ki finansmana ulaşmalarıdır. Ancak, girişim olarak nitelendirilen ve ticari hayatlarının başında olan bu ortaklıkların finansmana ulaşmaları, alelade bir ortaklığa nazaran birçok konuda farklılaşmaktadır. Uzun ve dolayısıyla güvenilir bir finansal geçmişleri olmayan girişimler, çoğu zaman banka ve finansal kuruluşlardan kredi alma imkanına sahip değildirler ve finansman ihtiyaçlarını “yatırım”larla sağlamaya ihtiyaç duyarlar. Bu yatırımların hangi hukuki yollarla sağlanabileceği ise günümüzde cevaplanmaya ihtiyaç duyulan bir soru haline gelmiştir. Özellikle girişim yatırımlarının fazlaca görüldüğü ve bu yatırımların profesyonel olarak gelir elde etme amacıyla takip edildiği ABD gibi ülkelerde, yatırımcıların girişimlere hızlı, basit ve maliyeti düşük bir şekilde yatırım yapma ihtiyaçları doğmuştur ve bu ihtiyaca cevaben çalışma boyunca “Tek Tip Yatırım Sözleşmesi” olarak anılan *Simple Agreement for Future Equity* ortaya çıkmıştır. Bu yüksek lisans tez çalışması, ABD Hukuku’nda kendine geniş bir yer bulan ve girişimler ile yatırımcılar tarafından çokça tercih edilen bu Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri’nin incelenmesi ve Türk Hukuku’nda benzer bir sözleşme ile girişim yatırımlarının yapılıp yapılamayacağının değerlendirilmesi amacıyla kaleme alınmıştır.

Çalışma, öncelikle, Türkçe’ye “Gelecekteki Paya Dayalı Finansman için Yalın Sözleşme” olarak çevrilebilecek *Simple Agreement for Future Equity*’nin ortaya çıkış amaçlarını incelemektedir. Çekirdek ve erken aşama yatırımlar, bir fikrin uygulanabilir olduğuna ilişkin ön çalışmaları, ürün veya iş planı geliştirmelerini, yahut bunların test veya ön üretim aşamalarını tamamlamakta olan girişimlere yapılmaktadır. Henüz piyasaya bir ürün veya hizmet sunmayan veya bunların başarısını test edememiş bu girişimlere yapılan yatırımların, yatırımcılara geri dönüşünün kesin olmaması, ilgili yatırımları riskli hale getirmektedir. Bu sebeple,

yatırımcılar, çoğunlukla düşük tutarlı yatırımlar yapmakta ve kayıp riskini gözeterek çok sayıda yatırım yaparken bu yatırımlardan bir kısmının başarılı olması halinde büyük getiriler elde etmeyi amaçlamaktadır. Ayrıca, girişimlerin büyük bir bölümünün yeni teknolojiler veya iş planları geliştirmesi, girişimlerin hızlı adaptasyon ile rekabet avantajı elde edebilmelerini sağlamaktadır. Bu sebepler, yatırımcıların hızlı, basit ve maliyeti düşük bir şekilde yatırım yapma ihtiyacını doğurmuştur. Bir hızlandırma merkezi olan Y Combinator tarafından ortaya çıkarılan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ise, bu alandaki birçok ihtiyaca cevap vermektedir.

ABD Hukuku'nda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi bir dönüştürülebilir sermaye piyasası aracı niteliğindedir. Bu sözleşme ile yatırım yapan yatırımcılar “girişim” olarak nitelendirilebilecek ortaklıklara belirli bir tutarda yatırım yapmakta, ancak ortaklık paylarını edinmemektedirler. Yatırımcılar, ancak, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen bazı şartların gerçekleşmesi halinde ortaklıktan pay alma hakkını elde etmektedir. Yatırımcıların bu anlamda şarta bağlı bir pay edinme veya rüçhan hakkına sahip oldukları söylenebilir. ABD Hukuku'nda birçok dönüştürülebilir tahvilde (*convertible note*) görülebildiğinin aksine, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde yatırımcıya payları alma yönünde bir tercih hakkı, opsiyon tanınmamaktadır. Şart gerçekleştiği takdirde, yatırımcı ve girişim ortaklığının talep yahut kabulünden bağımsız olarak girişim ortaklığının pay devri borcu doğacaktır. Ayrıca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde dönüştürülebilir tahvillerin aksine vade tarihleri de öngörülmemiştir. Yatırımcı, tahvilde gösterilen tarihe dayanarak yatırım tutarı (ana parayı) geri isteyemez veya paya dönüştürme hakkını kullanamaz. Yatırımcının, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ndeki şartların gerçekleşmesini beklemek dışında bir çaresi yoktur. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin taşıdığı bu özellikler, dönüştürülebilir tahvil veya diğer borçlanma araçları ile yapılan yatırımlarda karşılaşılan problemlere çare getirmek amacını taşır. Zira, girişim ortaklığının, vade tarihinde nakdi bir ödeme yapma yükümlülüğü doğabilmesi ihtimali, girişim ortaklığını finansal olarak zor durumda bırakmakta ve bazı durumlarda ödeme gücü yeterli olmayan girişim ortaklıklarının yatırımcıya normal şartlarda sağlamayacağı menfaatleri sağlamasına sebep olabilmektedir.

Girişim ortaklıkları için, dönüştürülebilir tahvil veya diğer borçlanma usullerine göre finansal açıdan çeşitli menfaatler sağlayan Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri,

yatırımcılar tarafından da sağladığı birçok fayda sebebiyle tercih edilmektedir. Bunların başında, Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri ile yatırım yapan yatırımcıların kesin bir değerlendirme tutarı değil, bir “gölge değerlendirme” üzerinden yatırım yapmaları gelir. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nde yatırımcı ve girişim ortaklığı bir değerlendirme tavanı veya indirim oranı üzerinde anlaşılır. Sonraki yatırım turunda, girişim ortaklığının değerlemesi yapılarak paylarının edinilmesine karar verilmesi üzerine, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nde gösterilen şekilde değerlendirme tavanı veya indirim oranı vasıtasıyla paya dönüşüm gerçekleştirilir. Bu sayede, girişim ortaklığına daha erken aşamada ve risk oranı daha yüksekken yatırım yapan yatırımcı, sonraki yatırımcılara göre daha avantajlı bir şekilde payları edinir. Ayrıca, yatırım yaptığı dönemde kesin bir değerlendirme yapmak zorunda kalmaz.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin taraflara sağladığı menfaatlerden en önemlisi de, şüphesiz, yatırımcı ve girişim ortaklığının yalnızca yatırım tutarı ve değerlendirme tavanı (veya indirim oranı) üzerinde anlaşması ve sözleşmenin geri kalan hükümlerini çoğunlukla olduğu gibi muhafaza etmesidir. Pay edinimi yoluyla yapılan yatırımlarda, sürecin en uzun ve masraflı taraflarından biri olan paysahipleri sözleşmesinin akdedilmesi ve değerlemenin belirlenmesi aşamaları sonraki dönemlere bırakılır. Bu sayede, yatırımcılar hızlı ve masrafsız bir şekilde yatırım yapabilmektedir.

Türkiye’de girişim ekosisteminin hızlı bir şekilde büyümesi, girişim yatırımlarının ve girişimlere yönelik devlet desteklerinin artması ve sermaye piyasasında girişim sermayesi yatırım fonları ve ortaklıklarına ilişkin gerçekleşen gelişmeler, girişim yatırımlarının önemini arttırmaktadır. Bu kapsamda, ABD Hukuku’nda Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri’nin çözüm getirmeye çalıştığı problemlerin Türk Hukuku kapsamında da benzer bir standart sözleşme ve sermaye piyasası aracı ile çözümlenmesi düşünülebilecektir. Ancak, bu değerlendirmenin yapılabilmesi için Türk Hukuku ve ABD Hukuku’nda özellikle ticaret ve sermaye piyasası hukukunda yer alan farklılıklar incelenmelidir.

Çalışmada, öncelikle, ABD Hukuku’nda sermaye piyasası aracı niteliğini haiz olan Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri’nin çıkarılma usulleri incelenmiştir. Bu kapsamda, Türk Hukuku ile ABD Hukuku arasındaki en önemli farklardan biri, sermaye piyasası araçlarının nitelikli yatırımcılara ihracında getirilen bazı istisnalara Türk Hukuku’nda

yer verilmemiş olmasıdır. ABD Hukuku kapsamında, sermaye piyasası mevzuatında gösterilen istisnalar dahilinde, çoğunlukla kayıt yükümlülüğü dahi olmadan çıkarılabilen ve nitelikli yatırımcılara arz edilebilen sermaye piyasası araçlarının Türkiye’de benzer bir şekilde arzı için, girişim ortaklıkları (girişim olarak nitelendirilebilecek anonim ortaklıkları ifade etmek üzere) tarafından SerPK m. 4 veya 11 uyarınca izahname veya ihraç belgesi hazırlanması ve bunların SPK tarafından onaylanması gerekecektir. Bu durumda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin çıkarılma amaçlarından olan hızlı ve az masraflı yatırım yapılması amacının gerçekleştirilmesi fiili olarak mümkün olmayacaktır.

Bu noktada, ABD Hukuku’nda sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilen Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri’nin, Türk Hukuku’nda bir sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği sorusu akla gelecektir. Çalışmada, bu sorulara da yanıt bulunmaya çalışılmıştır. Özellikle, SerPK m. 3(1)ş kapsamında, sermaye piyasası araçlarından olduğu ifade edilen yatırım sözleşmeleri değerlendirilmiştir. Bunun yanında, ihtiva ettiği özellikler bakımından Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri’nin başka sermaye piyasası araçları ile benzerlik ve farklılıkları değerlendirilmiş ve bu kapsamda bir sermaye piyasası aracı olarak nitelendirilip nitelendirilemeyeceği tartışılmıştır. SerPK ve ilgili tebliğlerde, sermaye piyasası araçlarına ilişkin tanımlarda çoğu zaman bunların özelliklerine yer verilmemiş olması, soruya yanıt bulunmasını zorlaştırmaktadır.

Yatırım sözleşmelerine ilişkin olarak Türk Hukuku’ndaki görüşler değerlendirilmiş, menkul kıymetlere ilişkin değerlendirmelerde ise doktrinde menkul kıymetlere ilişkin olarak verilmiş tanımlar incelenmiştir. Bu kapsamda, yatırım sözleşmeleri kapsamındaki değerlendirmeler, Türk Hukuku’nda yapılan az sayıdaki çalışma ile sınırlı kalmıştır. Menkul kıymetler açısından ise, doktrinde genel olarak kabul görmüş olan menkul kıymet tanımından yola çıkılmış ve bu sözleşmelerin ancak misli olarak çıkarılması ve kıymetli evrak niteliğini haiz olmaları halinde menkul kıymet olarak nitelendirilme ihtimali olabileceği düşünülmüştür.

Sermaye piyasası araçlarına ilişkin değerlendirmelerin ardından, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin özellikleri değerlendirilerek, bunların sözleşmeler hukukunda etki doğuracak ve taraflar arasında borç ilişkisi yaratacak bir şarta bağlı pay edinme

hakkı tanıyan sözleşme olarak kurgulanması ihtimali üzerinde durulmuştur. Bu kapsamda yapılan değerlendirmelerde girişim ortaklığına yapılan yatırımın hukuki niteliği, şart kavramı, sözleşmenin hükümlerinin girişim ortaklığı üzerindeki korporatif etkilerine kısaca değinilmiştir.

Sözleşmenin ifası aşamasında ABD Hukuku ve Türk Hukuku arasında görülen farklılıklardan biri de sermaye artırım ve pay çıkarılması sistemine ilişkindir. ABD Hukuku'nda esas sözleşme ile çıkarılmasına izin verilmiş paylar gösterilmekte, ve yönetim kuruluna bu payların çıkarılması ve pay sınıflarının oluşturularak paylara çeşitli üstün haklar tanınması konusunda geniş yetkiler tanınmaktadır. Türk Hukuku'nda da benzer bir hukuki durumun, TTK'da gösterilmiş olan kayıtlı sermaye sisteminin kabulü ile sağlanması düşünülebilir. Ancak, bu durumda da, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile sağlanması amaçlanan hukuki durum ancak sermaye piyasası araçlarının ihracı ile sağlanabilecektir. Esas sermayenin sermaye taahhüdü yoluyla artırılması durumunda ise, TTK'da gösterilen nisaplar ile esas sözleşmenin değiştirilmesi zorunluluğu karşısında, sözleşmenin ifa edilebilirliğini güçlendirmek için ek yöntemlere başvurulması gerekecektir. Bu bakımdan, girişim ortaklığının, bir sözleşme ile sermaye artırımına katılma hakkı bahşetmesi de yine TTK'da genel kurula bırakılmıştır.

Çalışma kapsamında, yapılan incelemelerden biri de, girişim ortaklığının kendi iktisap ettiği paylarının devrini sözleşme ile taahhüt etmesi durumudur. Bu kapsamda, girişim ortaklığı ile yatırımcının yapacağı ve şarta bağlı pay edinimi içeren sözleşmelerde, yatırımcıya verilecek payların, ortaklığın kendi iktisap ettiği paylardan taahhüt edilmesi düşünülebilir. Ancak, bu kapsamda da TTK'da anonim ortaklıkların kendi paylarını iktisabına ilişkin olarak gösterilmiş yükümlülere uyulması gerekecektir.

Türk Hukuku açısından dikkatle incelenmesi gereken bir konu, sözleşmenin ifasını sağlamaya yönelik tedbirlerin alınmasıdır. Özellikle, sözleşmenin hükümlerinin çoğu zaman korporatif bir etkiye sahip olmaması sebebiyle, yatırımcı, pay edinim haklarını korumak için, sözleşmenin ifasını sağlamaya yönelik tedbirler almak isteyebilecektir. Sözleşmeye uymayı sağlayıcı tedbirlerin temelinde, sözleşmeyi ihlal edecek davranışlarda bulunulmasını engellenmesi ve ihlale ağır sonuçlar bağlanarak

caydırıcılık sağlanması yatmaktadır. Bu kapsamda, sözleşmeye aykırılık halinde yüksek cezai şartların uygulanması gibi caydırıcı nitelikte önlemlere başvurulabileceği gibi, pay senetleri üzerindeki zilyetliğin kaldırılması yoluyla (örneğin payların yedimeine tevdi ile) üçüncü kişilere pay devri yoluyla sözleşmedeki pay devri taahhüdünün yerine getirilmemesi imkanının ortadan kaldırılması sağlanabilir.

Çalışma kapsamında yapılan değerlendirmeler sonucunda, genel olarak, yatırımların hızlı ve az masraflı bir şekilde yapılmasını mümkün kılarak büyük katkılar sağlayan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin; Türk hukuku kapsamında birebir - Amerikan girişimcilik ekosistemine yaptığı katkıları sağlar şekilde- tatbik edilemeyeceği sonucuna varılmış. Ancak, birtakım sözleşmesel ilişkiler vasıtasıyla yatırımcı ve girişim ortaklığı arasında benzer menfaatlerin sağlanmasının mümkün olabileceği değerlendirilmesinde bulunulmuştur. Elbette, bu menfaatler sağlanırken, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sağladığı bazı faydalardan feragat etmek zorunluluğu doğacak, yine sözleşmenin kurgulanması sırasında ABD Hukuku ile farklı yöntemler izlenmesi gerekecektir. Çalışmada ayrıca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Türk Hukuku'nda istenen sonuçları doğurabilmesi için mevzuatta yapılabilecek bazı değişiklik önerilerine de yer verilmiştir.

GİRİŞ

Yeni teknoloji ve iş modellerinin geliştirilmesi için ortaya çıkan ve çoğunlukla bir elin parmaklarını geçmeyecek sayıda kurucu tarafından hayata geçirilen girişim ortaklıklarının sayısı dünyanın her yerinde hızla artmaktadır. Yeni gelişmelere, geliştirmelere ve inovasyona çok daha hızlı ve nispeten maliyeti düşük bir şekilde uyum sağlayabilen bu ortaklıkların, geliştirdikleri teknoloji ve iş modellerinin ön uygulama ve pazara uyum süreçlerini tamamlamaları aşamasında finansman kaynaklarına ihtiyaç duymaları ise kaçınılmazdır. Şüphesiz ki, bu finansman ihtiyacı, girişim ortaklığının ortaya çıktığı ilk günden itibaren doğmaktadır. Henüz ürünlerini geliştirmeye veya pazara uyum süreçlerini yürütmeye yeni başlamış olan bu girişim ortaklıklarının iç kaynaklara çoğu zaman erişimi olmadığı için gerekli finansmanı dış kaynaklardan karşılama ihtiyacı bulunmaktadır.

Girişim ortaklıklarının, finansal tabloları ve gelir beklentileri somutlaşmadığı için, yatırımcıların taraflarınca yapılan yatırımların geri dönüşünün nasıl veya ne zaman gerçekleşebileceğini öngörmeleri mümkün olmamaktadır. Çoğu durumda, ürünün ortaya çıkarılıp çıkarılamayacağı veya market uyumu sağlanıp sağlanamayacağı dahi makul olarak tahmin edilebilir değildir. Bu sebeple, yüksek riskli oldukları düşünülen bu yatırımların tutarları yatırımcılar tarafından miktar bakımından sınırlanmaktadır ve erken aşamada girişim ortaklarına küçük tutarlı yatırımların yapılması tercih edilmektedir. Ancak, gerek paya dayalı olarak sermaye artırımını yoluyla yapılan yatırımlarda, gerekse borçlanma aracı ihracı veya diğer yöntemler ile gerçekleştirilen yatırımlarda hukuki ve finansal inceleme maliyetleri ile sözleşmelerin hazırlanmasına ilişkin maliyetler, yapılan yatırım tutarına göre yüksek kalmaktadır. Ayrıca, müzakere süreçleri çok uzun sürmektedir ve girişim ortaklıklarının sözleşmeleri hukuki veya finansal olarak uzmanlarına inceletmelerine yönelik imkanlara erişimleri çok kısıtlıdır. Tüm bu hususların yanında, sözleşmelerin

ifa edilebilirliğini sağlamak amacıyla öngörölmüş bazı hükümler girişim ortaklıkları üzerinde öngörülemez ve ağır yükümlölükler doğurabilmektedir.

Bu sorunları çözmeyi hedefleyen ve çekirdek ile erken aşama yatırım süreçlerini hızlı, basit ve masrafsız yürütmek için standart yatırım sözleşmesi olması arzu edilen gelecekteki paya dayalı finansman için yalın (basit) sözleşme olarak Türkçe'ye çevrilebilecek olan *Simple Agreement for Future Equity* yani *SAFE*, ABD'de kurulan ilk profesyonel hızlandırma merkezi olan Y Combinator tarafından ilk defa 2013 yılında yayımlanmıştır.

Girişim ortaklıklarına yatırım yapılmasında, çekirdek ve erken dönem yatırımların risklerinin yüksek olması ve girişim ortaklığının faaliyetlerinde başarılı olması durumunda yüksek getiri elde etme beklentisi sebebiyle, düşük tutarlı yatırımlar yapılmaktadır; ancak, bu yatırımların hızlı bir şekilde tamamlanması yatırımcılar ve girişim ortaklıkları nezdinde rekabet avantajının korunması açısından büyük önem taşımaktadır. Bu kapsamda, hukuki ve operasyonel maliyetlerin düşürölmesinde büyük bir etki sağlayan ve yatırımcılar ile girişim ortaklıklarının yatırım konusundaki endişelerini de bu etkiyi sağlarken en az seviyeye indirmeyi amaçlayan bu sözleşme, birçok girişim ortaklığı ve yatırımcı tarafından kullanılmaktadır. Yalnızca, Y Combinator'un kurulduğu 2005 yılından beri iki binin üzerinde girişim ortaklığına yatırım yaptığı düşünöldüğünde dahi², sözleşmenin kullanım alanının ne denli yaygın olduğu düşünölebilir.

Y Combinator'un ve Y Combinator'a kabul edilen girişimcilere yatırım yapan yatırımcıların birçok çekirdek ve erken dönem girişim ortaklığına, hızlı, ucuz, basit ve sonuçları öngörülebilir bir şekilde yatırım yapma ihtiyacından doğan bu standart

¹ Susan G. Cohen ve Yael V. Hochberg. "Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon." **SSRN Journal**, Mart 2014, s. 2 ve devamı: Yazarlar, "hızlandırma programları"na ilişkin tanımların birbirleriyle çelişkili olduğunu belirtmektedirler. Yazarlarca verilmiş bir tanım, hızlandırma programlarının süre sınırlı, girişimlerin girişimlerini yeni oluşturdıkları süreçte onlara yardımcı olan programlar olarak tanımlamakta; bu programların (i) çoğunlukla küçük bir tutarda çekirdek yatırımı ve çalışma alanı, (ii) iletişim ağı oluşturma (*networking*), benzer girişimler ve önderler (başarılı girişimciler, program mezunları, girişim yatırımcıları, melek yatırımcılar veya kurumsal şirket yöneticilerinden oluşabilecek) ile eğitim ve önderlik (*mentor*) olanakları, ve (iii) çoğunlukla bir tanıtım günü (*demo day*) düzenleyerek programın sonunda girişimlerin geniş bir nitelikli yatırımcı kitlesine sunum yapma olanağı sağladıklarını belirtmiştir.

² <https://www.ycombinator.com> (Son erişim tarihi: 6 Ağustos 2019).

sözleşmeye olan ihtiyaç, girişim ortaklıklarının ve profesyonel yatırımcıların sayısının hızla arttığı Türkiye’de de gözlemlenmeye başlamıştır. Uygulamada, alelade tüketim ödücü sözleşmeleri veya sermaye artırımı yoluyla primli pay ihracı yöntemleri ile yatırımlar gerçekleştirilmektedir. Ancak, ilk yöntem, girişim ortaklıklarına yatırım yapılması için birçok yönden uygun değildir, zira, bu yatırımlardaki başarısızlığa ilişkin risk oranının dengelenmesi için yüksek faizler talep edilmesi gerekecektir. İkinci yöntem ise, tarafların, girişim ortaklığının değerlemesi üzerinde çok erken bir aşamada karar vermeleri zorunluluğu ve paysahipleri sözleşmesi, esas sermaye değişikliği gibi uzun ve masraflı süreçleri içermesi sebebiyle düşük tutarlı yapılan ve hızlı gerçekleştirilmesi gereken çekirdek ve erken dönem girişim ortaklığı yatırımları için her zaman uygun düşmemektedir.

Bu kapsamda, ABD’de geniş bir uygulama alanına sahip bu standart sözleşmenin Türk hukuku açısından uygulanabilirliği incelenmesi ve Türk Hukuku’nda yatırımcı ile girişim ortaklığı arasında benzer bir hukuki durumu oluşturmamızı sağlayan standart bir sözleşmenin oluşturup oluşturulamayacağının tartışılması amaçlanmıştır.

Konunun Sınırlandırılması

Çalışma kapsamında Türk Hukuku’na ilişkin yapılan değerlendirmeler yalnızca anonim ortaklıklara ilişkin olarak gerçekleştirilmiştir. Zira, limited ortaklık paysahiplerinin 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanunu uyarınca bazı amme alacaklarına ilişkin sorumluluğu, yatırımcıların, limited ortaklıklara yatırım yapmaktan çekinmesine neden olmaktadır ve uygulamada çoğunlukla bu yatırımların anonim ortaklıklara yapılması gündeme gelmektedir.

Yine, konusun, yüksek lisans tezi kapsamında sınırlandırılması amacıyla, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin dört versiyonundan, en çok tercih edilen değerlendirme tavanı olan versiyonu seçilmiş ve incelemeler bu kapsamda gerçekleştirilmiştir.

1. ABD HUKUKU'NDA GİRİŞİM YATIRIMLARI, GELECEKTEKİ PAYA DAYALI FİNANSMAN İÇİN YALIN (BASİT) SÖZLEŞME (*SIMPLE AGREEMENT FOR FUTURE EQUITY*)'NİN (“TEK TİP YATIRIM SÖZLEŞMESİ”) KAVRAMSAL TEMELLERİ VE TİPİK HÜKÜMLERİNİN İNCELENMESİ

1.1. Gelecekteki Paya Dayalı Finansman için Yalın (Basit) Sözleşme (*Simple Agreement for Future Equity*) (“Tek Tip Yatırım Sözleşmesi”) Kavramı ve Genel Takdimi

1.1.1. Girişim Ortaklıklarına Yapılan Çekirdek ve Erken Aşama Yatırımlar için Standart bir Sözleşme Oluşturulması İhtiyacı

Girişim ortaklıkları, çalışma kapsamında, kuruluşlarının ilk yıllarında olan, finansal geçmişleri hakkında çok sınırlı bilgiye sahip olunan, yalnızca varlıkları ve gelirleri dikkate alınarak şirket değerlemesi yapılması mümkün olmayan halka kapalı anonim ortaklıkları ifade etmektedir³.

Yeni teknoloji ve iş modellerinin geliştirilmesi için ortaya çıkan ve çoğunlukla bir elin parmaklarını geçmeyecek sayıda kurucu tarafından hayata geçirilen girişim ortaklıklarının sayısı dünyanın her yerinde hızla artmaktadır. Yeni gelişmelere, geliştirmelere ve inovasyona çok daha hızlı ve nispeten maliyeti düşük bir şekilde uyum sağlayabilen bu ortaklıkların, geliştirdikleri teknoloji ve iş modellerinin ön uygulama ve pazara uyum süreçlerini tamamlamaları aşamasında finansman kaynaklarına ihtiyaç duymaları ise kaçınılmazdır.

³ Bu tanımlama yapılırken, yatırım şirketlerinin, “erken aşama girişimlere” ilişkin tanımlamalarından yararlanılmıştır. Bkz. Eli Talmor ve Florin Vasvari, **International Private Equity**, United Kingdom, 2011, s. 29; Aswath Damodaran, “Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges” **SSRN Electronic Journal**, 12 Haziran 2009, s. 5 vd.

İşte bu maddi ihtiyacın karşılanması, iç kaynaklar ile yapıldığı durumda girişim ortaklıklarının elde ettiği gelirlerden yapılan iç kaynaklı sermaye artırımlarından; dış kaynaklar ile yapıldığı durumlarda ise bazı hallerde kurucuların kendi malvarlıklarından, bazı hallerde ise aile ve arkadaşlarının yaptıkları maddi yardım yahut yatırımlardan sağlanmaktadır. Bununla birlikte, bu girişimlerin büyüme ve kârlılık potansiyellerini keşfetmiş olan ülkelerde ise, girişimlerin ön finansman ihtiyacını karşılayan; profesyonel yatırımcılar, yatırım toplulukları, yatırım fonları ve şirketler oluşmuştur. Bu kapsamda, girişimlerin ve yatırımcıların sayılarının artması; girişim ortaklıklarının geliştirdikleri teknoloji, ürün yahut iş planlarının sektöre sunulmasına ilişkin ön maliyetlerin yükselmesi⁴; ve yüksek risk taşıyan bu ortaklıkların kurucular veya bunların yakın çevresi tarafından desteklenmemesi gibi sebeplerle hem bu girişimlerin finansman ihtiyacı artmış hem de bu finansman ihtiyacı girişim ortaklığı kurucuları ve yakınları tarafından karşılanamaz hale gelmiştir.

Bu durumda, girişim ortaklıklarının finansman bulmak için başvurdukları yöntemler, başlıca, iç kaynaklar üzerinden finansman sağlama yanında; dış kaynaklardan finansman sağlamak için borçlanma aracı ihracı veya farklı yöntemler ile borç alma, veya pay devri yahut sermaye artırımları ile paya dayalı finansman sağlamaktır⁵. Bu üç finansman yöntemi değerlendirildiğinde ise, iç kaynaklardan artırım için yeterli kaynağın bulunmaması; borçlanma aracı ihracı yahut kredi alma için girişim ortaklığının finansal yeterliliği bulunmaması ve bu borçlanmanın yüksek risk taşıması sebebiyle, girişim ortaklıklarının farklı finansman imkanlarına ulaşması gerekmektedir.

Girişim ortaklıklarının alternatif finansman arayışı sürerken, bazı girişim ortaklıklarının hızlı büyüme göstermesi, yatırımcılar nezdinde, girişimlere erken aşama yatırım yapmanın çekiciliğini artırmıştır. Girişim ortaklıkları ve yatırımcıların ortak bir eksen ve karşılıklı olarak menfaatlerinin oluşması, girişim ortaklıklarına erken dönem yatırım yapan profesyonel yatırım şirketlerinin ve yatırımcılar girişim ortaklıklarının girişim ortaklıklarının hayatında önemli bir yer tutmaya başlamasına

⁴ John F. Coyle ve Joseph Green “The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts”, **103 Minnesota Law Review Headnotes** 42, 2018, s. 103.; J. Brad Bernthal, “The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology”, **2018 BYU L. Rev.**, s. 815.

⁵ Bernthal, s. 773.

sebepe olmuştur. Bunun yanında, girişim ortaklıkları özelinde yeni yatırım anlayışları da gelişmiş, örneğin yatırımcılar, küçük tutarda ancak sayıca çok ve çeşitli yatırımlar yaparak, yatırım yaptıkları girişim ortaklıklarının bazılarındaki paylarının yüksek getiri sağlayacağı inancı ile getirilerini arttırmayı hedeflemişlerdir⁶.

Girişim ortaklıklarına, çoğu zaman bu ortaklıklar tüzel kişilik kazanmadan önce, halihazırda fikir aşamasında olan ve çoğu zaman yalnızca fikrin uygulanabilir olduğuna ilişkin ön çalışmaların tamamlanmasında kullanılacak finansmanı sağlamak amacıyla, ürün yahut iş planının piyasaya sürülmediği dönemde yapılan yatırımlar çekirdek yatırım (*seed investment*) olarak anılmaktadır⁷. Çekirdek yatırımlar, genellikle melek yatırımcı (*angel investor*) olarak tabir edilen ve çoğunlukla kendi kişisel malvarlıkları ile bu girişim ortaklıklarına yatırım yapan kişiler⁸ tarafından yapılmaktadır.

Melek yatırımcılar, girişim ortaklıklarına ilişkin inceleme süreçlerini hızlandırmak ve yatırım kararlarını daha verimli olarak verebilmek için birkaç melek yatırımcının bir araya gelerek oluşturdukları melek yatırım ağları da kurmaktadır. Melek yatırımcı ağlarında birden çok melek yatırımcının aynı girişim ortaklığına yatırım yapması kararı vermesi halinde, girişim ortaklığı düşük tutarlı ancak birden çok yatırım alma imkanı sağlanmaktadır.

Erken dönem (*early-stage*) yatırımlar, ise, ürün veya iş planı geliştirmelerini tamamlayan yahut bunların test veya ön üretim aşamasında olan girişim ortaklıklarına yapılmaktadır. Erken dönem yatırımlar, genellikle girişim ortaklıkları tüzel kişilik

⁶ **Ibid.**, s. 817, John C. Coffee, Hillary A. Sale, M.Todd Henderson, *Securities Regulation: Cases and Materials*, Thirteenth ed. St. Paul, MN, Foundation Press, 2015, s. 32.

⁷ Andrew Metrick ve Ayako Yasuda, **Venture Capital and the Finance of Innovation**, 2. Ed., New York, 2011, s. 15, 531.

⁸ Metrick ve Yasuda, s. 4, 513; “Melek yatırımcı”nın (*angel investor*) ABD Hukuku kapsamında, hukuki bir tanımı bulunmamaktadır. Metrick ve Yasuda, melek yatırımcıları, özellikle, kendi kişisel malvarlıklarından çekirdek yatırımı yapan kişiler olarak tanımlamaktadır. Ayrıca, melek yatırımcılar, girişim ortaklıkları ile akrabalık veya arkadaşlık ilişkisi olmayan ve ortaklığa sermaye katkısı yanında deneyimi ile de destek olan yatırımcılar olarak da ifade edilmektedir. Bkz. Robert Wiltbank ve Warren Boeker, “Returns to Angel Investors in Groups” **SSRN Electronic Journal**, 1 Kasım 2007, s. 2 vd. Wiltbank ve Boeker’in çalışması, melek yatırımcıların neredeyse tümünün ABD Sermaye Piyasaları ve Borsalar Komisyonu standartlarına göre nitelikli yatırımcı olduklarını ve yatırım yaptıkları araçları ortalama üç buçuk sene ellerinde tuttuklarını ortaya koymuştur.

kazanma yönünde çalışmalarını sürdürmekteyken yahut kuruluşunun ilk üç yılı içerisindeyken ve girişim ortaklıkları pazar araştırmalarını tamamlamış, önemli niteliklere sahip yönetim ekibini kurmuş, iş planı hazırlamış bir haldeyken yapılmaktadır⁹.

Girişim ortaklıklarına, kendi malvarlıkları ile yatırım yapan melek yatırımcıların yanında, erken dönem yatırımlar kapsamında, risk sermayesi ortaklıkları (*venture capital*) olarak tabir edilen profesyonel yatırım şirketlerinin¹⁰ de yatırım yaptıkları gözlemlenmektedir. Risk sermayesi ortaklıkları, melek yatırımcılardan farklı olarak, yatırımcıların sermaye taahhüdü ile kurdukları ve bu sermayeleri profesyonel olarak yöneten ve yatırım kararlarını veren kişilerin yönettiği finansal araçlar olarak işlev görmektedirler¹¹. Risk sermayeleri, kendilerine sermaye taahhüt eden yatırımcıların sermayelerini kullanarak girişim ortaklıklarına yatırım yapma ve bir süre sonra bu girişim ortaklıklarının büyümesi ile değerlerinin artması sonrasında girişim ortaklıklarında sahip oldukları payların daha yüksek bir değerden satışı yahut girişim ortaklığının paylarının halka arzı ile gelir elde etme amacı taşımaktadır¹². Risk sermayesi ortaklıklarının, doğrudan pay satışı yoluyla para kazanma amacına yönelik bu faaliyetleri, onları daha çok büyüme dönemi (*expansion stage*)¹³ yatırımı yapmaya itse de, erken dönem yatırımları ile ilgilenen birçok risk sermayesi ortaklığı da bulunmaktadır.

Doğrudan sermaye sağlanması yoluyla yapılan yatırımın yanında, girişim ortaklıklarına yönder (*mentor*) olunması ve alanında uzman kişiler tarafından yol gösterilmesi¹⁴; hukuk, muhasebe, fikri ve sınai mülkiyet haklarının korunması gibi

⁹ Metrick ve Yasuda, s. 15.

¹⁰ “Yatırım ortaklıkları” yerine “yatırım şirketleri” teriminin kullanılmasının sebebi, SerPK m. 48; SPK’nın III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ve diğer ilgili mevzuatta kullanılan “yatırım ortaklıkları” terimi ile bir karışıklığa sebep olmaktadır. Nitekim, çalışmada sözü edilen yatırım şirketleri SerPK ve ilgili diğer mevzuata tabi olmaksızın kurucuların taahhüt ettikleri sermayeler ile kurulan ve bu şekilde faaliyetlerini sürdüren kapalı anonim ortaklıklar da olabilmektedir.

¹¹ *Venture Capital*’lerin profesyonel olarak yönetilmesine ilişkin olarak bkz. Bartlett, Joseph W., **Equity Finance : Venture Capital, Buyouts, Restructurings, and Reorganizations**. 2nd ed. New York, 1995, s. 3 vd.

¹² *Ibid.*, s. 4.

¹³ *Ibid.*, s. 15.

¹⁴ Bernthal, s. 817.

konularda danışmanlık hizmetleri verilmesi; teknik imkanlara indirimli olarak ulaşılması; çalışma alanı sağlanması; yatırımcılar ile tanışma fırsatı sunulması gibi imkanlar sağlayan ön kuluçka, kuluçka ve hızlandırma merkezleri ortaya çıkmıştır¹⁵. Bu merkezler, sayılan bu faydaların elde edilmesi karşılığında girişim ortaklıklarından pay yahut pay satım opsiyonu alınması gibi taleplerde bulunmaktadır¹⁶.

Nisan 2017 tarihinde yayımlanmış olan bir raporda, İngiltere’de yılda tahmini olarak 3450 yeni işletmeyi destekleyen 205 adet aktif kuluçka merkezi, ve yılda tahmini olarak 3660 yeni işletmeyi destekleyen 163 adet hızlandırma merkezi olduğu saptanmıştır¹⁷. ABD’de ise, 1400’ün üzerinde kuluçka merkezi ve 500’ün üzerinde hızlandırma merkezi olduğu tahmin edilmektedir¹⁸. 2019 yılında yayımlanmış bir rapora göre, Türkiye’de ise 2018 yılı itibariyle 47 adet hızlandırma merkezi bulunmaktadır ve bu sayı 2010 yılında yalnızca 7 adettir¹⁹.

Sonuçta girişim ortaklıkları ve yatırımcı sayısında gerçekleşen artış; çekirdek ve erken dönem yatırım tutarlarının yükselmesi zorunluluğu; bazı durumlarda birden çok yatırımcının aynı girişim ortaklığına aynı anda küçük tutarlı yatırım yapmak istemesi gibi sebepler dolayısıyla, girişim ortaklıklarının hızlı, kolay ve hayata geçirme masrafı az olan yatırımlar alma yöntemleri tercih etmeleri gerekliliği ortaya çıkmıştır. Yatırımların hayata geçirme masrafının az olması, özellikle çekirdek ve erken dönem yatırım tutarlarının nispeten düşük olması sebebiyle ayrı bir önem arz etmektedir.

¹⁵ Jonathan Bone, Olivia Allen ve Christopher Haley, “Business Incubators and Accelerators: The National Picture, BEIS research paper number 7”, **United Kingdom Department for Business, Energy & Industrial Strategy**, 2017, s. 18.

¹⁶ Örneğin, İstanbul Teknik Üniversitesi Çekirdek Ön Kuluçka Programı’nda, kabul edilen girişimcilere, açık ofis, yedi haftalık girişimcilik eğitimi, yatırımcı buluşmalarına katılma, bazı laboratuvarları kullanma, prototip geliştirebilmeleri için oluşturulan bir fon havuzundan yararlanma, ve programa destek veren yönderler (*mentor*) ile görüşme yapma imkanı sağlanmakta; girişimcilerden ise (girişim ortaklığı kurucu pay sahipleri), beş yıllık süre içerisinde talep edilmesi halinde, ilgili taahhütnamede gösterilen oranda, kurucuları oldukları ortaklığın paylarını bedelsiz olarak devretmelerine ilişkin hüküm içeren bir taahhüt alınmaktadır. Bkz. <https://itucekirdek.com/itucekirdek-avantajlari>; İTÜ Çekirdek Ön Kuluçka ve Express Taahhütname Örneği, <https://www.f6s.com/itucekirdek2020/apply>

¹⁷ Bone, Allen ve Halet, s. 18, 21.

¹⁸ InBIA, “Numbers of US Entrepreneurship Centers by Type”, <https://inbia.org/wp-content/uploads/2018/08/NumberofECsimage.jpg?x62369> adresinden ulaşılabilir.

¹⁹ Startups Watch ve T.C. Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi, **The State of Turkish Startup Ecosystem**, 2019, s. 6, <https://www.invest.gov.tr/en/publications/lists/investpublications/the-state-of-turkish-startup-ecosystem.pdf> adresinden ulaşılabilir.

Nitekim, örneğin 20.000 Türk Lirası tutarında bir yatırımı esas sermaye artırımını yoluyla yapacak bir girişim ortaklığı için, paysahipliği sözleşmesi hazırlanması, esas sermaye artırımının gerçekleştirilmesi, gerekmesi halinde esas sözleşmenin değiştirilmesi gibi işlemler için yapılacak avukatlık vekalet ücret ödemeleri ve ticaret sicil masrafları, yatırım tutarını aşabilmektedir²⁰. Çalışmamıza konu olan tek tip sözleşmenin temel işlevi de bu noktada ortaya çıkmaktadır: Erken girişim yatırımlarının maliyetini düşürmek ve bu yatırımları hızlandırmak.

Tüm bunların yanı sıra, girişim ortaklıklarının, çekirdek ve erken yatırım sürecinde farklı şekillerde yatırım alması ve çeşitli sözleşmesel ilişkilere girmesi; daha sonra yapılan geniş kapsamlı ve çoğunlukla sermaye artırımını yoluyla gerçekleşen yatırım turlarında, girişim ortaklığı pay değerlerinin belirlenmesi, girişim ortaklığının borçlarının ve daha önce gerçekleştirdiği pay devri taahhütlerinin anlaşılması, pay devri, sermaye artırımını ve paysahipleri sözleşmesi imzalanması süreçlerini uzatmakta ve zorlaştırmaktadır. Nitekim, imzalanan sözleşmelerde verilmiş taahhütlerin belirlenmesi ve taahhütlerin yerine getirilmesi, hem girişim ortaklığının değerlemesi hem de gerekli hukuki işlemlerin yapılması için zorunludur.

Yukarıda anlatılan gerekçeler ışığında, girişim ortaklıklarına hızlı, basit ve az masraflı bir şekilde yatırım yapılabilmesini sağlamak için standart uygulamalar ve sözleşme örnekleri geliştirilmesinin yararlı olacağı düşünülmüş ve bu yönde çalışmalar yapılmıştır.

²⁰ Bkz. İstanbul Barosu 01.01.2019-31.12.2019 Dönemi Avukat-Vekileden Arasındaki Tavsiye Niteliğinde En Az Ücret Tarifesi (<https://www.istanbulbarosu.org.tr/UcretTarifeleri.aspx>); İstanbul Ticaret Odası, Ticaret Sicil Harçları ve İlan Ücretleri (<http://www.ito.org.tr/wps/portal/ticaret-sicil?initView=true>).

1.1.2. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Ortaya Çıkması ve Tarihsel Gelişimi

ABD'de girişim ortaklıklarına yapılan yatırımlar öncelikle imtiyazlı pay alımı veya sermaye artırımını yoluyla yapılmaya başlanmıştır²¹. Daha sonra, gerçekleşen çekirdek ve erken dönem yatırımlarının hızlı, basit ve az masraflı bir şekilde yapılması için kullanılan yöntemlerin başında, özellikle, yatırımlardaki hukuki masrafların düşürülmesi için öncelikle pay devri yerine, dönüştürülebilir tahvil²² (*convertible note*) ile yatırım yapılması yolu tercih edilmiştir²³. Nitekim, bu yolla yatırımcılar pay devri ile elde ettikleri haklara ileri bir tarihte ulaşabilme ihtimalini elde etmekte ve bunu daha düşük hukuki masraflar ile gerçekleştirebilmektedir. Bunun yanında, yapılan yatırım miktarına karşılık alınacak payın belirlenmesi (ve dolayısıyla girişim ortaklığının değerlemesinin yapılması) gibi çok önemli bir ticari kararın nihai hale getirilmesi de bu yöntemle daha sonraya bırakılabilmektedir²⁴. Çekirdek ve erken aşama yatırımlarda girişim ortaklıklarının büyüme potansiyelleri tam olarak hesaplanamadığından, hem yatırımcı hem de girişim ortaklığı açısından bu hesaplamanın belirli sınırlar dahilinde daha sonraki bir safhaya bırakılabilmesi avantajlı olabilmektedir.

ABD Hukuku'nda girişim ortaklıklarına yatırım için kullanılan dönüştürülebilir tahviller genellikle girişim ortaklığının ek ve ileri düzey bir yatırım alması durumunda tahvil sahiplerine ellerindeki tahvilin hükümlerine göre bir paya çevirme hakkı tanımaktadır²⁵. Bu hak tanınırken, ya çekirdek veya erken dönem yatırımcılarına, ilgili yatırım turuna indirimli bir tutar üzerinden katılma, başka bir ifade ile, ilgili turda yatırım yapan kişilere göre daha düşük bir fiyattan paya dönüştürme yolu ile pay edinimi hakkı sağlama veya daha önce belirlenmiş bir üst değerlendirme limiti (*valuation cap*) üzerinden hesaplanacak şekilde paya dönüştürme yolu ile pay edinimi hakkı sağlanmaktadır. Yatırımcılar bu yöntem ile, önceden aldıkları riskleri, daha yüksek

²¹ Bernthal, s. 773.

²² Bu konuda bkz. Bölüm 2.2.1.3.

²³ Coyle ve Green, **SAFE**, s. 103.

²⁴ Paul Graham, **paulgraham.com High Resolution Fundraising**, 2010 (<http://www.paulgraham.com/hiresfund.html>); Coyle ve Green, s. 103.

²⁵ **Ibid.**, s. 104.

getiri ile paya dönüştürme imkanı bulmakta ve dolayısıyla girişim ortaklıklarına çekirdek veya erken dönemde yatırım yapma yönünde teşvik edilmektedir²⁶.

Dönüştürülebilir tahviller ABD Hukuku'nda girişim ortaklıklarına yatırımda yoğun olarak kullanılmış olsa da, bazı olumsuz özellikleri bünyesinde barındırmaktadır. Bunlardan bazıları, ilgili dönüştürülebilir tahvillerin ABD Hukuku'nda borç niteliğinde (*debt*) olmaları ve bu kapsamda geçerli oldukları süre boyunca üzerindeki tutara faiz işlemesidir. Bu durum, hem yatırım tutarına karşılık gelen pay dönüşüm oranının sürekli artmasına ve bunun hesaplanmasına ilişkin olarak sürekli takip ihtiyacı doğmasına, hem de bu belirsiz oranların bu yatırım turlarındaki değerlendirme ve yatırım tutarının belirlenmesine ilişkin işlemleri daha karmaşık bir hale getirmesine sebep olmaktadır²⁷. Bunun yanı sıra, dönüştürülebilir tahvillerin vade sürelerinin (*maturity date*) olması ve vade doğduğunda yatırımcının girişim ortaklığından, paya dönüştürme yerine yatırım tutarını geri isteme hakkına sahip olması, girişim ortaklıklarının finansal açıdan zor durumda kalması yahut zor duruma düşme ihtimalini gözeterik yatırımcılara ek imtiyazlar ve haklar tanınması sonucuna sebep olabilmektedir²⁸.

Bu kapsamda, hem ön amaç olan hızlı, basit ve az masraflı²⁹ çekirdek ve erken aşama yatırım süreçleri yürütmek hem de dönüştürülebilir tahvil kullanımının yarattığı olumsuz sonuçları giderebilmek³⁰ için standart yatırım sözleşmeleri düzenlenmesi amaçlanmıştır. Bu çözümlerden biri olarak da Gelecekteki Paya Dayalı Finansman için Yalın (Basit) Sözleşme (*Simple Agreement for Future Equity*) ("**SAFE**") olarak anılan bir standart sözleşme oluşturulmuştur. Bu sözleşmeden, çalışma boyunca Tek Tip Girişim Yatırımı Sözleşmesi olarak söz edilecektir. Nitekim, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde de anlaşılabileceği üzere³¹ Gelecekteki Paya Dayalı Finansman için Yalın (Basit) Sözleşme olarak çevrilebilecek olan *Simple Agreement for Future*

²⁶ **Ibid.**, s. 104; Bu konuda, ayrıca bkz. Bölüm 1.2.1.2.

²⁷ Coyle ve Green, s. 104.

²⁸ **Ibid.**

²⁹ Coyle, John F., and Green Joseph M. "Startup Lawyering 2.0." (Startup) **North Carolina Law Review**, vol. 95, no. 5, June 2017, s.1412.

³⁰ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 3, <https://www.ycombinator.com/docs/Post%20Money%20Safe%20User%20Guide.pdf> (Son erişim tarihi: 12.05.2019).

³¹ Bkz. Bölüm 1.2.

Equity, sayfa sayısı ve müzakere edilecek hususların sayıca azlığı dışında basit veya yalın olarak nitelendirilemeyecek özellikler taşımaktadır. Sözleşmenin doğurduğu hukuki sonuçlar da değerlendirildiğinde, bu sözleşmeyi yalnızca basit veya yalın olarak nitelendirmek sözleşmenin imzalanması ile ulaşılmak istenen hukuki amacı doğru bir şekilde ifade etmemektedir. Bu doğrultuda, sözleşmenin İngilizce'deki kısaltması olan "Safe" kelimesinin Türkçe'deki karşılığı olan emin, güvenli, sağlam, emniyetli, tehlikesiz³² gibi kelimeler de sözleşme yahut sözleşme ile ulaşılan hukuki sonucun ifade edilmesi noktasında yanıltıcı sonuçlara sebep olabilecek niteliktedir. Nitekim, girişim yatırımları ve dolayısıyla bu yatırımların gerçekleştirilmesine yönelik sözleşmeler ve bu sözleşmelerin ifa edilebilirliği İngilizce'deki kısaltmanın işaret ettiğinin aksine riskli olarak nitelendirilebilir. Çalışmamızda, yukarıda bahsettiğimiz hususlar gözetilerek, kanımızca sözleşmenin en önemli niteliklerinden biri olduğu düşünülen ve sözleşmenin İngilizce orijinal başlığındaki yalın (basit) kelimesinin temeli olduğuna inanılan "tek tip" olma özelliğini vurgulamak için sözleşmenin temel amacının girişim yatırımları yapılması olduğu da düşünülerek "Tek Tip Yatırım Sözleşmesi" başlığının kullanılması tercih edilmiştir.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, ilk olarak Y Combinator adındaki girişim ortaklıklarına çekirdek yatırımı ve yönderlik sağlayan hızlandırma merkezi ortaklarından Carolyn Levy tarafından hazırlanmış 2013 yılında yayımlanmıştır. Y Combinator'un kurulduğu 2005 yılından beri iki binin üzerinde girişim ortaklığına yatırım yaptığı ve yatırım yaptığı ortaklıkların toplam değerlemesinin yüz milyar Amerikan Doları'nı aştığı paylaşılmaktadır³³.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ilk versiyonuna ilişkin Y Combinator tarafından yapılan açıklamalarda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin "*bir yatırımcının bir şirkete nakit yatırım yaptığı, ancak, şirket paylarını, özel bir şart ile bağlantılı olarak daha sonraki bir tarihte aldığı*" bir sözleşme olarak tanımlanmış³⁴ ve Tek Tip Yatırım

³² Cambridge Sözlüğü, "safe" kelimesi çevirisi (https://dictionary.cambridge.org/tr/s%C3%B6zl%C3%BCk/ingilizce-t%C3%BCrk%C3%A7e/safe_1).

³³ <https://www.ycombinator.com/> (Son erişim tarihi: 01.08.2019); Coyle, John F., and Joseph M. Green. "Contractual Innovation in Venture Capital." (Contractual Innovation) **Hastings Law Journal**, vol. 66, no. 1, December 2014, s. 168.

³⁴ Y Combinator, **SAFE Primer**, 2013, s. 1 (<https://web.archive.org/web/20180530225245/https://www.ycombinator.com/documents/>).

Sözleşmesi'nin oluşturulma amacının borçlanma araçlarının (*debt instruments*) faiz tahakkuku, bazı durumlarda ortaklığın ödeme aczi haline sebep olma ve ek sözleşmelerle desteklenme zorunluluğu, yalnızca değerlendirme tavanı kararı verilerek akdedilebilmesi ve yatırımcı ile girişim ortaklığı nezdinde çok az bir maliyetle standart olarak hayata geçirilebilmesi olarak gösterilmiştir.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin 2013'te yayımlanmasının ardından, Y Combinator tarafından kurumsal yatırımcılarına yapılan çağrı ile kurumsal yatırımcıların Y Combinator'a kabul edilen girişim ortaklıklarına Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapması sağlanmıştır³⁵.

2013'te yayımlanan ilk Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ardından, 2018 yılı Eylül ayında “Yatırım Sonrası Tek Tip Yatırım Sözleşmesi” (*Post-Money SAFE*) adıyla, yatırım yapılması sonrası hesaplanan değerler üzerinden yatırım için hazırlanmış ve güncellenmiş bir Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yayımlanmıştır. Güncellenmiş Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde, yatırım tutarına karşılık olarak alınacak olan yaklaşık pay oranının girişimciler tarafından daha kolay bir şekilde anlaşılabilmesi amaçlanmıştır. Bunun yanında, ilk Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde olan ve yapılacak yatırım turunda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcılarına, pay oranlarının azalmaması için verilmiş olan yatırım turu öncesi pay oranlarını koruma hakkı (*pro rata right*) tanınmasına ilişkin bölüm Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ana metninden çıkarılarak ek bir sözleşme haline getirilmiştir.

Hem ilk Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, hem de güncellenmiş Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin temel olarak dört versiyonu bulunmaktadır³⁶. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin güncellenmiş halinde her biri yatırım sonrası değerlemeler üzerinden hesaplanan dört versiyonun farklılıklarına çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yer verilmiştir³⁷.

³⁵ Green ve Coyle, s. 106.

³⁶ <https://www.ycombinator.com/documents/#safe> adresinden erişilebilir.

³⁷ Tüm Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri'ne (SAFE) <https://www.ycombinator.com/documents/#safe> adresinden erişilebilir; ayrıca bkz. Bölüm 1.2.4.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD Hukuku kapsamında avukatlar tarafından kullanım yaygınlığına ilişkin veri toplamak üzere *Thomson Reuters Practical Law* tarafından 1 Şubat 2018 ile 31 Mayıs 2018 arasında süren bir çevrimiçi anket yapılmıştır³⁸. Bu kapsamda, değerlendirmeye alınan 326 cevap içinde avukatların %91'inin Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni duyduğu ve bu oranın özellikle girişimcilik ekosisteminin yaygın olduğu yerlerde %98'in üstünde olduğu kaydedilmiştir³⁹. Cevap veren avukatların %69'u daha önce en az bir defa erken bir aşama girişim ortaklığı veya yatırımcıyı Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapılması sürecine temsil ettiklerini belirtmiş, bu oranın Kaliforniya eyaletinde %93 olduğu görülmüştür⁴⁰.

Araştırmada ayrıca avukatlara Tek Tip Yatırım Sözleşmesi üzerinde değişiklik yapıp yapmadıkları sorulduğunda, avukatların %52'si Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni önemli bir değişiklik yapmadan kullandıkları, %32'si ise Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni kullanırken değiştirdiklerini ancak Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin büyük oranda Y Combinator versiyonuna dayandığını belirtmiştir. Bu kapsamda, yapılan değişiklikler sorulduğunda ise en çok değişikliğin yatırım turu öncesi pay oranlarını koruma hakkı (*pro rata right*) üzerinde yapıldığı paylaşılmıştır⁴¹. Bu anketin sonuçları dikkate alındığında anketin tamamlanmasından sonra yayımlanan güncellenmiş Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde pay oranlarını koruma hakkının da ayrı bir sözleşme haline getirildiği düşünüldüğünde, güncellenmiş Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kullanıldığında değişiklik oranının ciddi şekilde azalmasının bekleneceği söylenebilir.

Aynı şekilde, ABD Sermaye Piyasası Araçları ve Borsa Komisyonu'na (*Securities and Exchange Commission*) yapılan D Formu başvuruları kapsamında 14 Ekim 2014 ile 24 Haziran 2019 arasında 248 adet D Formu başvurusunda, yapılan sermaye piyasası aracı satımında Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kullanıldığı paylaşılmış ve bu başvuruların sayısı 2014'te 1; 2015'te 23; 2016'ta 51; 2017'de 81 ve 2018'de 92 olarak kaydedilmiştir⁴².

³⁸ Coyle ve Green, *SAFE*, s. 108.

³⁹ *Ibid.*, s. 111.

⁴⁰ *Ibid.*, s. 113.

⁴¹ *Ibid.*, s. 117.

⁴² *Ibid.*, s. 119, 120, Bu kapsamda yazarların da önemle dikkat çektiği üzere, birçok çekirdek ve erken dönem yatırımları kapsamında ABD Hukuku uyarınca girişim ortaklıklarının Sermaye Piyasası Araçları

1.1.3. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD Hukuku kapsamında Girişim Ortaklıkları ve Yatırımcılara Sağladığı Ekonomik Menfaatler

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ortaya çıkarılmasındaki temel amaçların başında, girişim ortaklıklarının, hızlı, basit ve ucuz bir şekilde çekirdek ve erken dönem yatırımı alması bulunmaktadır. Gerçekten de, yatırımların paya dayalı finansman yoluyla sağlanması halinde esas sözleşme değişikliği yapılması, yeni payların çıkarılması veya ihracı, bu kapsamda paysahipleri sözleşmesi imzalanması, ortaklığın değerlemesinin ve edinilecek pay sayı, oran ve özelliklerinin belirlenmesi gibi birçok işlemin tamamlanması gerekebilmektedir. Bu durum, hukuki ve operasyonel masrafları artırmakta ve müzakere süreçlerinin uzamasına sebep olmaktadır. Hızlı bir şekilde yatırıma ulaşamaması girişim ortaklığının, piyasadaki rekabet avantajını ortadan kaldırmakta, bu da hem girişim ortaklığı hem de yatırımcının ekonomik menfaatlerine zarar vermektedir. Bu doğrultuda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapılması halinde, aşağıda gerekçeleri ayrıntılı olarak açıklanacağı üzere, hukuki masraf ve müzakere sürecinin çekirdek ve erken dönem yatırım sürecinde düşürülmesi ve birçok müzakere konusunun sonraki yatırım turlarına bırakılması sağlanmaktadır.

Bunun yanı sıra, yatırımların, standart sözleşmeler ile sürdürülmesi, girişim ortaklıkları ve yatırımcıların, ilgili sözleşmeler sonucunda ortaya çıkabilecek sonuçları çok daha hızlı ve iyi kavramalarını sağlamak ve olası hukuki uyuşmazlıkları engellemektedir. Yine, sonraki yatırım turlarında, ilgili yatırım turundan önce imzalanmış sözleşmelerdeki hukuki sonuçların hızlı bir şekilde anlaşılması, bu yatırım turlarındaki maliyetleri de azaltmaktadır.

Kanunu (*Securities Act*) Madde 4(a)(2)'de yer alan istisnadan yararlandıkları ve bu sebeple D Formu'nu her zaman sunulmadığını veya D Formu kapsamındaki bildirimin pay devri yahut sermaye artırımını yapılan yatırım turu kapsamında verildiğini ve o süreçte Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri paya dönüşmüş olduğu için bazı durumlarda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kullanıldığının paylaşılmadığı, bu sebeple verilen rakamların yanıltıcı olabileceği göz ardı edilmemelidir.

1.2. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD Hukuku Kapsamında Temel Yapısı

1.2.1. ABD Hukuku'nda Ortaklıkların (*Corporations*) Sermaye Yapısına Genel Bakış

Çalışma kapsamında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD Hukuku'nda girişim ortaklıkları ve yatırımcılara sağladığı haklar ile karşılaştırmalı olarak diğer yatırım yöntemlerine göre farklılıklarına değinilecektir. Bu hususun değerlendirilmesi, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi benzeri standart sözleşmelerin Türk Hukuku'nda benzer bir şekilde kullanılma olanağı olup olmadığı veya böyle bir standart sözleşmeye Türk Hukuku'na tabi olarak gerçekleştirilecek girişim ortaklığı yatırımlarında ihtiyaç olup olmadığını değerlendirmek için zorunludur. Ancak, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ve diğer yatırım yöntemlerinin, ABD Hukuku'nda ortaklıkların sermaye yapıları ile pay ve borçlanma araçlarına bakış açısı sunulmadan anlatılması etkin bir değerlendirme yapılamamasına ve Türk hukuku ile ciddi farklılıklar içeren bu sistemde kullanılan terimlerin ve bu terimlere yüklenen anlamların anlaşılmasına sebep olacaktır. Bu sebeple, çalışmada, ABD Hukuku'nda ortaklıkların sermaye yapısına genel bir bakış sunulması da amaçlanmıştır.

ABD Hukuku kapsamındaki incelemeler, genel olarak, Model Ticari Ortaklıklar Kanunu (“**MBCA**” - *Model Business Corporation Act*) hükümleri ekseninde yapılmıştır. ABD Hukuku'nda MBCA, eyaletler arasında ticaret hukuku uygulamalarını benzer hale getirmek için hazırlanmış olup, bazı eyaletlerde bu kurallar kısmen kabul edilmiştir ve her eyalet özelinde uygulamalar farklılık gösterebilmektedir⁴³.

Temel olarak ortaklıkların finansman, yani sermaye elde etmeleri için üç yöntem bulunmaktadır. Bunlar: (i) pay çıkarılması ve satılması; (ii) borç alınması; veya (iii)

⁴³ American Bar Association, Model Business Corporation Act, açıklamalar, https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2017/01/08_mbca/ adresinden ulaşılabilir.

kâr dağıtımı yapmadan ortaklığın iç kaynaklarının artırılmasıdır⁴⁴. Ortaklığın dış kaynaklardan finansman elde etmesi için kullanılan yöntemlere ilişkin doktrinde yapılan temel ayırım “özkaynak” (*equity capital*) ve “borç” (*debt*) arasında yapılmaktadır. *Equity* teriminin mülkiyet (*ownership*) ile özdeş olarak kullanıldığı ve özkaynağın ortaklığın kurucuları tarafından yapılan katkılar, daha sonra gelen yatırımcılar tarafından çoğu zaman işletmede sahiplik hakları karşılığında yapılan sermaye katkıları ve ortaklığın kalan kazançlarından oluştuğu ifade edilmektedir⁴⁵. Borç ise ödünç alma ile özdeşleştirilmektedir ve borcun temel özellikleri, geri ödenmesi gerekliliği, ödünç alınan tutar üzerinde işleyen faizlerin belirli aralıklarla ödenmesi gerekliliği ve ana tutar ve faizlerin geri ödenmesinin işletmenin başarısına bağlı olmaması olarak sıralanmaktadır⁴⁶. ABD Hukuku kapsamında ortaklıklar temelde sermaye veya borca dayalı araçlarla veya bunların bazı özelliklerinin bir araya getirilmesinden oluşturulmuş karma araçlar ile finansman kaynaklarına ulaşmakta⁴⁷ ve bu kapsamda sermaye piyasası araçları (*securities*) ihraç etmektedir⁴⁸.

ABD Hukuku’nda ortaklıkların ihraç ettikleri sermaye piyasası araçları paya dayalı sermaye piyasası araçları (*equity securities*) ve borçlanma araçları (*debt securities*) ayrımı altında incelenmektedir⁴⁹.

⁴⁴ Robert W Hamilton, Jonathan R Macey, and Douglas K Moll, **The Law of Business Organizations : Cases, Materials, and Problems**, Twelfth. American Casebook Series. St. Paul, MN, 2014, s. 273; Alan R. Palmiter, **Corporations : Examples and Explanations**, 5th ed., The Examples & Explanations Series., New York, NY, 2006, s. 57; Stephen M. Bainbridge, **Corporate Law**. Third ed. Concepts and Insights Series. St Paul, MN, 2015, s. 36.; Andreas Cahn ve David C Donald, **Comparative Company Law : Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA**. Cambridge, 2010, s. 189.

⁴⁵ Hamilton et al, s. 273.

⁴⁶ **Ibid.**, s. 273.

⁴⁷ **Ibid.**, s. 274; Palmiter, s. 58; Bainbridge, s. 35.

⁴⁸ Hamilton et al, s. 274; Bainbridge, s. 35.

⁴⁹ Ayoğlu, Tolga, **Sermaye Piyasası Hukuku’nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul, 2008, s. 18 vd.

1.2.1.1. Paya Dayalı Sermaye Piyasası Araçları (*Equity Securities*)

Ortaklıklar tarafından ihraç edilen paya dayalı sermaye piyasası araçları genel anlamda “paylar”dan (*shares*) oluşur⁵⁰. MBCA m. 1.40 kapsamında payların “yerli veya yabancı bir ortaklıktaki mülkiyet üzerindeki menfaatlerin bölündüğü birimleri ifade ettiği” belirtilmektedir. ABD Hukuku’nda, MBCA m. 6.01(a)’da da gösterildiği üzere, ortaklığın esas sözleşmesinde, payların sınıfları (*classes*) ve sınıfların altındaki serileri (*series*) ile ortaklığın çıkarmaya yetkili (*authorized*) olduğu bu pay sınıf ve serilerinin sayıları gösterilmeli; ve birden çok sınıf yahut seri oluşturulacaksa, ilgili sınıf veya serilere ilişkin ayırt edici bir isim tayin ederek bunların sahip olduğu haklar, sınırlamalar ve tercihler de dahil olmak üzere özellikleri sayılmalıdır⁵¹.

MBCA m. 6.01(b) uyarınca, en az bir veya daha fazla pay sınıfı veya serisinin birlikte tam oy hakkına sahip olması, ve bir veya daha fazla pay sınıfı veya serisinin birlikte, tasfiye (*dissolution*) halinde tasfiye sonucunda ortaya çıkan ortaklık malvarlıklarını edinme hakkına sahip olmasını (başka bir ifade ile, tasfiye halinde, tasfiye artıklarının en azından bir paysahibinin mülkiyetinde kalması) aramaktadır. Başka bir ifade ile, herhangi bir konuda oylama yapılması yahut tasfiye paylarının dağıtımında bir veya birden çok pay grubunun birlikte tüm bu hakları haiz olması aranmakta, bu anlamda herhangi bir boşluk oluşmaması amaçlanmaktadır. Ancak, bunun dışında, ABD Hukuku’nda, farklı pay sınıf ve serilerindeki paylara çeşitli hakların tanınması konusunda ciddi bir serbesti tanınmıştır. Şöyle ki, pay sınıf veya serileri ile, MBCA m. 6.01(c)’nin:

- 1’inci fıkrası uyarınca özel, şarta bağlı, limitli oy hakkı tanınmasına hatta oy hakkına sahip olmayan payların oluşturulmasına;

⁵⁰ Hamilton et al, s. 274.

⁵¹ **Ibid.**. ABD Hukuku’nda esas sözleşmede çıkarmaya yetkili olunan paylar belirlendikten sonra, çıkarılmaya yetkili olunan payların tümü çıkarılana kadar, bu paylar, yönetim kurulu tarafından çıkarılabilmektedir. Ancak, çıkarmaya yetkili olunan payların çıkarılmasından sonra, yeni payların çıkarılması ancak esas sözleşme değişikliği ile mümkün olacaktır. Bkz. **Ibid.**, s. 284.

- 2'nci fıkrası uyarınca esas sözleşmede gösterilen şekilde ortaklığın, paysahibinin veya üçüncü kişinin talebine yahut bir şartın gerçekleşmesine bağlı olarak belirlenebilecek şekilde ve belirlenmiş fiyat yahut miktarlarda veya bir formüle göre hesaplanacak tutar doğrultusunda, ortaklık tarafından payların paysahibinden geri alınması (*redeemable*) veya diğer sermaye piyasası araçları yahut diğer haklara dönüştürülmesine (*convertible*) (örneğin, diğer pay sınıf veya serilerine, nakit karşılığa, diğer sermaye piyasası araçlarına veya malvarlıklarına) ilişkin hakların tanınmasına;
- 3'üncü fıkrası uyarınca paysahiplerine dağıtılacak olan kâr payı dahil olmak üzere her türlü hakkın, pay sınıf ve serilerine dağıtılması konusunda farklı haklar tanınabileceğine ve bunların kümülatif (*cumulative*), kümülatif olmayan veya kısmi olarak kümülatif olacak şekilde belirlenmesine⁵²;
- 4'üncü fıkrası uyarınca diğer pay sınıf veya serilerine göre kâr payı dağıtımını veya ortaklığın tasfiyesi halinde tasfiye payına katılım haklarına göre öncelik hakkı tanınmasına

izin verilmektedir.

MBCA 6.01(c) maddesinden anlaşılabileceği üzere, ABD Hukuku'nda paylara çeşitli haklar tanınması konusunda geniş ve farklı bir yaklaşım benimsenmiştir ve bu sayede ortaklıkların çok çeşitli pay sınıf ve serileri yaratarak yatırımcılara farklı seçenekler sunma şansı bulunmaktadır⁵³.

⁵² Bu madde kapsamında yapılabilecek düzenlemelere örnek vermek gerekirse, bir pay sınıfındaki paylara ödenecek olan kâr payı tutarının sabit bir tutar olarak belirlenmesi ve diğer pay sınıflarının ilgili sabit kâr payı hakkına sahip pay sınıfına ödeme yapıldıktan sonra kalan kâr üzerinden kâr payı hakkına sahip olabileceği şekilde pay sınıfları oluşturulabilir; yahut sabit tutar ödendikten sonra bu pay sınıfı ve diğer pay sınıflarının pay oranlarına göre kâr payı hakkını haiz olabilecekleri söylenebilir. Bkz. **Ibid.**, s. 276.

⁵³ Cahn ve Donald, s. 273.

Bir ortaklığın birden çok sınıf payı varsa, genel anlamda bu paylar “adi” (*common*) ve “imtiyazlı” (*preferred*) paylar olarak birbirlerinden ayrılır. Bu ayrım genellikle MBCA m. 6.01(b)’de gösterilen ve en az bir veya birden çok pay sınıfının taşınması zorunlu olan tam oy hakkı ve tasfiye halinde ortaklığın kalan tasfiye net varlıklarının tümüne sahip olma haklarını taşıma üzerinden yapılmakta ve bu hakları taşıyan pay sınıfı veya sınıflarındaki paylara genel olarak adi paylar (*common shares*) adı verilmektedir⁵⁴. Sonuçta, adi payların bir ortaklığın imtiyazlı paylardan arta kalan sermaye payını temsil ettiği söylenebilir⁵⁵. Bundan kasıt, adi payların sahiplerinin, tasfiye sonrasında, ortaklığın alacaklıları, çalışanları, ortaklık borçlanma aracı sahipleri ve imtiyazlı pay sahiplerinin ekonomik değeri olan taleplerinin karşılanmasından sonra ortaklık nezdinde kalan her türlü malvarlığına (kalan ortaklık varlığı, tasfiye artığı)⁵⁶ sahip olması; adi payların sahiplerinin tüm ortaklık üzerindeki kâr ve tasfiye payı gibi hakları elde etmede sonuncu sırada gelmesidir⁵⁷. Adi paylara bahşedilmiş olan hakların yalnızca bir sınıfta toplanması zorunlu değildir ve hakların bütünü birden çok sınıf paya bahşedilmesi de mümkündür⁵⁸.

ABD Hukuku’nda kullanılan imtiyazlı pay (*preferred share*) kavramı genellikle adi paylara tanınanlardan ekonomik menfaatler elde etme bakımından üstün haklara sahip olan (ancak bazı konularda da daha sınırlı haklara sahip) pay sınıflarını ifade eder ve genellikle sahiplerine adi payların sahiplerine göre bir öncelik hakkı (*priority*) veya üstün bir hak (*preference*) tanır⁵⁹. MBCA m. 13.01 altında imtiyazlı paylar, dağıtım bakımından (örneğin kâr veya tasfiye payı) diğer pay sınıfı veya serilerine göre daha üstün (*preferred*) olan pay sınıfı veya serileri olarak tanımlanmıştır. Ancak, doktrinde bunun kısmi bir tanım olduğu ifade edilmektedir⁶⁰.

ABD Hukuku’nda, imtiyazlı paylara çoğu zaman kâr payı veya tasfiye payından adi paylara göre öncelikli ve üstün olarak pay alma hakkı tanınmakta, ancak birçok

⁵⁴ Hamilton et al, s. 275.

⁵⁵ *Ibid.*, s. 275.

⁵⁶ Bkz. Tekinalp, *Ortaklıklar I*, s. 641.

⁵⁷ Palmiter, s. 61.

⁵⁸ Hamilton et al, s. 275.

⁵⁹ *Ibid.*, s. 276.

⁶⁰ *Ibid.*, s. 276; imtiyazlı payların hukuki niteliğine ilişkin çalışmalara ilişkin genel bir değerlendirme için bkz. William Wilson Bratton ve Michael L. Wachter, “A Theory of Preferred Stock” *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 161, 2013, s. 1817 vd.

durumda oy hakkı ve yönetim kurulu üyelerini belirleme hakkı verilmemektedir⁶¹. Uygulamada, imtiyazlı paylara, belirlenmiş bir tutarda ve öncelikli kâr payı dağıtımı yapılmasına yönelik üstün haklar tanınmakta, bunun yanı sıra kâr dağıtımı sırasında kararlaştırılan tutarlar ödenmeksizin adi paylara kâr dağıtılması engellenmektedir⁶². Bunun yanında, imtiyazlı paylara tanınmış olan kâr payı haklarının bir dönemde dağıtılmaması halinde, sonraki dönemlerde geçmişte dağıtılmamış olan kâr payları ve o dönemde dağıtılması gereken kâr paylarının birlikte dağıtılması da öngörülebilmektedir⁶³. Bu doğrultuda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde, yatırım turunda pay edinecek yatırımcıların edindikleri paylar ile aynı özellikleri haiz payları edinme hakkı veren hüküm, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapan yatırımcıların, bu gibi imtiyazlardan yararlanabilmesine imkan tanımaktadır. Türk Hukuku'nda da, karda imtiyaz ile, kardan diğer paysahiplerine göre daha büyük bir oran almak, kardan öncelikle yararlanmak ve öngörülen miktarı karşılamaya o yılın kârının yetmemesi halinde gelecek yılların kârından önce geçmiş yıl eksikliklerini tamamlama ve benzeri imtiyazlar tanınabilecek; yıllık kârın belirli bir yüzdesinin önce imtiyazlı paylara ayrılarak geri kalanın adi ve imtiyazlı bütün paysahiplerine dağıtılması sağlanabilecektir⁶⁴.

ABD Hukuku kapsamında uygulamada çoğu zaman paydan yoksun olarak çıkarılan imtiyazlı payların, bazı şartların gerçekleşmesi durumunda oy hakkına sahip olabilmesine ilişkin düzenlemeler yapılması da oldukça sık rastlanan bir durumdur. İmtiyazlı payların sahiplerine sağlanan üstün kâr payı hakları kapsamında, özellikle belirli kâr payı ödemelerinin taahhüt edildiği durumlarda bu ödemelerin bir süre yapılmaması veya imtiyazlı paysahiplerinin haklarında değişikliğe sebep olacak esas sözleşme değişikliklerinin yapılması durumunda imtiyazlı payların oy hakkına sahip olması düzenlenebilir⁶⁵. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapan yatırımcılar, paya dönüşüm sağlanmadan önce, ortaklıkta pay sahibi sıfatını haiz olmadıkları için, oy haklarına sahip değildir. Bu bakımdan, ABD Hukuku'nda imtiyazlı pay sahiplerine tanınabilecek bu gibi haklardan faydalanamazlar. Ancak, bu hakların,

⁶¹ Hamilton et al, s. 276; Bainbridge, s. 37; Palmiter, s. 62; Choper, s. 205; Franklin A. Gevurtz, **Corporation Law**, St. Paul, 2010, s. 120.

⁶² Palmiter, s. 57; Bainbridge, s. 37.

⁶³ Bainbridge, s. 37.

⁶⁴ Tekinalp, n. 797, 798.

⁶⁵ Choper, s. 205, 206.

sonraki yatırım turunda yatırımcıya tanınması halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin hükümleri uyarınca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcılarının edinecekleri payların da bu hakları içermesi gerekecektir.

Yukarıdaki açıklamalarımızdan anlaşılabilceği üzere, “imtiyazlı pay” (*preferred shares*) kavramı, ABD Hukuku'nda farklı pay gruplarının oluşturulması ve paylara üstün yahut öncelikli hakların tanınması üzerinden tanımlanmamıştır. Her ne kadar kâr payında üstün haklara sahip payların imtiyazlı olduğu MBCA m. 13.01'de ve bazı yazarlarca ifade edilmişse de⁶⁶, imtiyazlı payların ABD Hukuku'nda genel olarak düzenlenme şekillerine atıfla tanımlandığı ve adi paylar ile farklılıkları üzerinden incelendikleri de görülmektedir. Adi paylara ilişkin tanımın ise genel anlamda MBCA'de gösterilen ve bir veya birden fazla seri veya sınıf payların taşıdıkları özellikler üzerinden tanımlanması⁶⁷ ve birden çok seri veya sınıftaki payların içerdikleri haklar bakımından “adi pay” olarak nitelendirilebilmesi, “adi” ve “imtiyazlı” pay kavramının ABD Hukuku'nda Türk Hukuku'ndan farklı bir şekilde kullanıldığını göstermektedir.

Türk Hukuku'nda paya tanınabilecek “imtiyazlar” TTK m. 478(2) kapsamında yalnızca “kar payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir paysahipliği hakkı” olarak tanımlanmıştır. **Tekinalp**, imtiyazlı payı “*adi paya nazaran, esas sözleşme düzenlemesi ile üstün hak veya haklar sağlayan pay*” olarak tanımlamıştır⁶⁸. Türk Hukuku'nda, **Tekinalp**'e göre, “imtiyaz”ın üstün hakkı yani TTK'nın o konuda verdiği hakkı aşan bir miktarda hak sağlanmasını ifade etmektedir, bu sebeple de örneğin A grubu pay 2 oy hakkı sağlarken B grubu payın 4 oy sağlaması durumunda her iki grup pay da imtiyazlı sayılacaktır⁶⁹. Bu durumda, örneğin tasfiye payında bir

⁶⁶ Gevurtz, s. 116.

⁶⁷ Hamilton et al, s. 275.

⁶⁸ Tekinalp, **Ortaklıklar I**, n. 781.

⁶⁹ **Ibid.**, n. 785; eTTK döneminde, paylara ilişkin “imtiyaz”ın başka paylara oranla bir üstün hakka sahip olmak olarak değerlendirilmesine ilişkin görüşler de bulunmaktaydı. Bu görüşün benimsenmesi halinde, farklı pay gruplarındaki paylara, kanunda gösterilenden üstün, ancak aynı nitelikte haklar tanınması halinde, bu paylara bir “imtiyaz” tanındığından bahsedilemeyecektir. Bkz. Ömer Teoman, “Bir Anonim Ortaklıkta Payların Tümüne Yasada Öngörülenden Daha Fazla Hak Tanınması Ayrıcalık Yaratmak Anlamına Gelir Mi?” **BATİDER**, C. XVII, S. 3, Ankara, 1996, s. 4. Aksi görüş için bkz. Ünal Tekinalp, “İmtiyazlı Paylar”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XIII**, Ankara, 1996. **Tekinalp**'in görüşü, eTTK döneminde de, paylar arasında bir üstünlük olmasa bile

paya daha yüksek oranda bir hak bahşedilmesi veya oy hakkında bir paya daha üstün bir hak tanınması zaten ilgili payın TTK m. 478 uyarınca “imtiyazlı” olduğu anlamına gelecektir. Ancak, ABD Hukuku’nda adi payların genel özelliklerinin birden çok pay grubuna dağıtılabilmesi sebebiyle ilgili oy imtiyazı sağlanan pay sınıfı veya serisindeki payların adi pay olarak nitelendirilmesi mümkün olacaktır.

ABD Hukuku’nda İngiliz, Alman⁷⁰ veya Türk Hukuku’nda düzenlendiğinin aksine, MBCA m. 6.02’den anlaşılabileceği üzere, esas sözleşmede düzenlenmiş olması halinde yönetim kuruluna, paysahiplerinin onayını almaksızın, ortaklığın

payların sahiplerine tanıdığı hakların normalden ve dolayısıyla kanundan fazla olması halinde ilgili payların imtiyazlı olduğu yönündedir (Bu durum, Reha Poroy ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, Güncelleştirilmiş 6. Bası, İstanbul 1995, n. 785’te oy haklarının kanunda gösterilenden fazla tanınması; Tekinalp (İmtiyazlı Paylar)’da ise kanunda gösterilmemiş olan her bir pay grubuna yönetim kurulu üyeliği için aday gösterme hakkının bahşedilmesi örnekleri ile açıklanmıştır; yazar iki durumda da eTTK döneminde imtiyazlı pay oluşturulduğunu düşünmektedir). **Teoman** ise itibari değerleri aynı olan üç grup paya bir yerine beş veya on oy hakkı verileceğinin hüküm altına alınması örneğini incelemiş, ve bu durumda bir “ayrıcılık” yaratılmadığından bahisle, eTTK m. 373(1) anlamında yasakoyucu tarafından tanınan oy sayısı artırılmış olsa da hiçbir paya diğerinden “farklı” ve “üstün” bir hak tanınmaması sebebiyle paylar için bir imtiyazdan söz edilemeyeceği ifade edilmiştir. Bu noktada, **Teoman** tarafından eleştirilen bir husus, kanundan üstün hak tanınan her payın imtiyazlı olarak nitelendirilmesi durumunda, her ne kadar paylar birbirlerine göre üstün haklara sahip olmasa da, payların sahiplerinin eTTK’da gösterilen ve imtiyazlı paysahiplerine tanınan haklara (örneğin eTTK m. 391 uyarınca esas sermaye artırımında, imtiyazlı pay sahiplerinin özel bir toplantı yaparak karar vermeleri) sahip olacaklarıdır. **Teoman** paylara kanuna göre üstün ancak birbirlerine göre üstün olmayan hakların tanınması halinde, örneğin, her paya dört oy hakkı tanınması halinde, paylara esas sözleşmesel bir müktesep hak tanındığı görülmektedir. Aynı yönde, örneğin, bir anonim ortaklığın paylarını itibari değer toplamı aynı olan beş gruba ayırması ve gruplardan herbirine esas sözleşme ile yönetim kuruluna bir aday gösterme hakkı tanındığı durumda, normal şartlarda, tek başlarına aday gösteremeyecek bu gruplara kanunda öngörülmeyen bir üstün hak tanındığını kabul etmekle birlikte, pay gruplarının birbirlerine karşı ayrıcalıklı sayılamamaları nedeniyle, imtiyazın kabul edilemeyeceği görüşünü savunmaktadır. TTK’da ise, TTK m. 478 ve “imtiyazlı paylar” bu tartışmaya son verecek şekilde kaleme alınmıştır. Maddenin gerekçesinde de açıkça imtiyazın paya tanınan üstün bir hak olduğu ve üstünlüğün adi paya nazaran olduğu ifade edilmiştir. Yine TTK m. 360(2)’ye göre “... yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınan paylar imtiyazlı sayılır”. Bu noktada, TTK döneminde, kanunun açık lafzı uyarınca **Teoman**’ın görüşüne katılmanın imkanı kalmadığı savunulabilir. Ancak, TTK sisteminin ne kadar isabetli olduğu tartışmaya açıktır. TTK’da imtiyazlı paylara ilişkin olarak adi paylara nazaran tanınan farklı hakların başında TTK m. 454 uyarınca genel kurulun esas sözleşmenin değiştirilmesine, yönetim kuruluna sermayenin arttırılması konusunda yetki verilmesine dair kararıyla yönetim kurulunun sermayenin arttırılmasına ilişkin kararı imtiyazlı pay sahiplerinin haklarını ihlal edecek nitelikte ise imtiyazlı pay sahipkerinin yapacakları özel bir toplantı ile kararın onanması gelmektedir. TTK m. 454 ile, imtiyazlı pay sahipleri lehine tanınmış olan bu hakkın temelinde imtiyazlı pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmemesi yatmaktadır. Ancak, paylara kanundan üstün ancak birbirleri ile aynı hakların tanındığı durumda, TTK m. 454’ün uygulanmasının, imtiyazlı paylar açısından bir farklılık yarattığını söylemek, kanımızca, mümkün olmayacaktır. Bu durumda, TTK’da imtiyazlı paylar için öngörülen adi paylara imtiyaz sisteminin ne kadar isabetli olduğu tartışılabilir.

⁷⁰ Cahn ve Donald, s. 273.

çıkarmaya yetkili olduğu ancak çıkarmadığı payları sınıf veya serilere ayırma; bu payların sınıf veya serilerini değiştirme ve bu paylar üzerinde imtiyazlar tanıma yetkisi verilebilmektedir. İngiliz ve Alman hukuklarında bu yetkinin ABD Hukuku'nda gösterildiği şekli ile yönetim kuruluna devredilmesine imkan yoktur⁷¹. Türk Hukuku kapsamında da TTK m. 478(1) uyarınca paylara imtiyaz tanınması ancak ilk esas sözleşme veya esas sözleşme değişikliği ile mümkündür ve genel kurul yahut yönetim kurulu kararı ile paya imtiyaz tanınamaz⁷². TTK m. 421(3)f uyarınca bu değişikliğin yapılabilmesi için sermayenin en az %75'ini oluşturan paysahiplerinin oyları gereklidir.

ABD Hukuku'nda genel olarak yönetim kuruluna esas sözleşme ile verilen imtiyazlı payların özelliklerini belirleme (bu hak doktrinde açık çek imtiyazlı pay çıkarma -*blank check*- olarak anılmaktadır⁷³) hakkı tanınmasının yanında, ortaklığın çıkarmaya yetkili olduğu ancak halihazırda çıkarmadığı paylarını çıkarma ve ilgili imtiyazları bu paylar çıkarılırken belirleme yetkisi de bahsedilmiştir⁷⁴. MBCA m. 6.02(c) kapsamında, herhangi bir pay sınıfı veya serilerinden payların çıkarılmasından önce ilgili kurumlar nezdinde değişiklik bildiriminin yapılması öngörülmüştür. Ancak bu değişikliğin yapılması ve bildirilmesi için paysahiplerinin onayı gerekmemektedir⁷⁵.

Yönetim kuruluna verilen bu imkanların, pazar koşullarına ortaklığın hızlıca uyum sağlayabilmesine ve ilgili pazar koşulları veya yatırım şartlarına göre kâr payı

⁷¹ **Ibid.**, s. 273, 274.

⁷² Tekinalp, **Ortaklıklar I**, n. 782. Bu duruma Türk Hukuku'nda gösterilebilecek bir istisna, TTK m. 460(4) ile kayıtlı sermaye sisteminde, yönetim kurulunun, imtiyazlı pay çıkarabilmesi için esas sözleşmeyle yetkilendirilebilmesine imkan tanınmış olmasıdır. Ancak, bu durumda da ABD Hukuku'na benzer bir şekilde imtiyazların tanınması noktasında yönetim kuruluna bir takdir yetkisi tanınması mümkün değildir, zira, TTK m. 460 uyarınca, çıkarılacak imtiyazlı payların nitelikleri esas sözleşmede yönetim kuruluna yetki verilirken belirlenmelidir. Tekinalp, **Ortaklıklar I**, n. 787'de, imtiyazların esas sözleşmede gösterilmiş olması gerektiği ifade edilmiştir. Aynı yönde bkz. İlknur Kaya, "İmtiyazlı Pay Kavramı ve Kayıtlı Sermaye Sisteminde İmtiyazlı Paylar" **Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Prof. Dr. Akar Öcal Armağanı, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 3314, Eskişehir, 2016, s. 242.

⁷³ Bainbridge, s. 38.

⁷⁴ **Ibid.**, s. 38.

⁷⁵ Bainbridge, s. 28.

dağıtma ve benzeri hakların titizlikle belirlenebilmesine imkan sağladığı savunulmaktadır⁷⁶.

Bu kapsamda, genel bir inceleme yapıldığında, ABD Hukuku'nda, imtiyazlı pay kavramı, pay çıkarılmasına ilişkin usuller ve yönetim kuruluna bu konuda bahsedilen yetkiler ile Türk Hukuku'ndaki uygulamaların farklılaştığı anlaşılabilmektedir. ABD Hukuku'nda yatırımcılar tarafından imtiyazlı payların edinimi, özellikle sabit ve diğer paylara göre öncelikli kâr payı ödemeleri tanınması noktasında, borçlanma araçlarına benzer özellikler taşıyacak şekilde de sağlanmaktadır.

1.2.1.2. Borca Dayalı Sermaye Piyasası Araçları (*Debt Securities*)

ABD Hukuku'nda sıklıkla kullanılan bir finansman yöntemi ortaklıkların üçüncü kişilere borçlanması ile sağlanmaktadır. “Borç” (*debt*) genel anlamda bir ortaklığın üçüncü kişiden aldığı borcu ve sözleşme hükümlerine göre belirlenmiş olan faizi ödeme yükümlülüğünü içeren sözleşmesel bir yükümlülüktür⁷⁷. Üçüncü kişilerden alınan borcun (ödünç) ödenmesine ilişkin borç verene yapılan taahhütleri içeren borca dayalı sermaye piyasası araçlarının ortaklıklar tarafından ihraç edilmesi mümkündür. Bu kapsamda borca dayalı sermaye piyasası araçları uzun ve kısa vadeli (farklı görüşler olmakla birlikte bir yıldan veya dokuz aydan az süreli) olarak sağlanmaktadır⁷⁸. Uzun dönemli borca dayalı sermaye piyasası araçları teminata bağlanmış uzun dönemli sermaye piyasası araçları olan tahviller (*bond*) ve teminata bağlanmamış uzun dönemli sermaye piyasası araçları olan teminatsız tahvillerden (*debentures*) oluşur⁷⁹. Ortaklıklar kısa süreli olarak ihtiyaç duydukları finansman ihtiyaçlarını ise çoğu zaman teminata bağlanmamış olan kısa dönemli sermaye piyasası araçları olan bonolar (*notes*) ile sağlar⁸⁰.

⁷⁶ *Ibid.*, s. 38.

⁷⁷ Jesse H Choper, John C Coffee, ve Ronald J Gilson, *Cases and Materials on Corporations*, 6. Baskı. New York, 2004, s. 200 vd.

⁷⁸ Palmiter, s. 72.

⁷⁹ *Ibid.*; Bainbridge, s. 38.

⁸⁰ Choper, s. 205; Bainbridge, s. 38; Palmiter, s. 72.

ABD Hukuku'nda, genel anlamda, borca dayalı sermaye piyasası araçlarını düzenleme ve ihraç yetkisi yönetim kuruluna bırakılmıştır ve bu araçların özelliklerini belirlemek tamamen onların takdirindedir⁸¹. Borca dayalı sermaye piyasası araçları genel olarak iki özelliği bünyelerinde barındırmaktadır: Bunların ilki sağlanan ödünç tutarı (ana para) (*principal amount*) üzerinde borçlunun (çoğu zaman kısa ve belirli vadelerde kısmi olarak ödeme yükümlülüğü doğuracak şekilde) faiz ödeme yükümlülüğünün öngörülmesi; diğer ise vade tarihinde (*maturity*) ödünç tutarı yani ana paranın geri ödenmesidir⁸². Borca ilişkin faizlerin sözleşmede kararlaştırılan vadede ödenmemesi halinde, alacaklıya, çoğu zaman borçludan ana para ve faizlerin tümünü hemen ödeme talebinde bulunma hakkı ile ortaklığın iflasını talep etme gibi diğer hukuki çarelere başvurma hakkı tanınır⁸³.

Borca dayalı sermaye piyasası araçlarına ilişkin ödemelerin her türlü kâr payı dağıtımını ve paysahibine yapılacak diğer ödemelerden önce tamamlanması gerekmektedir⁸⁴. Ayrıca, ortaklığın tasfiyesi halinde de, öncelikle borca dayalı sermaye piyasası araçlarının hamillerine ödeme yapılmaktadır.

1.2.1.3. Karşılaştırma

ABD Hukuku'nda adi paylar, bir cepheleri itibariyle Türk Hukuku'ndaki imtiyazlı paylara benzer, bazı haklarda önceliklidir. Bunun karşılığında diğer haklar yönünden diğer tüm paylardan da sonra gelmektedir. Adi payları (*common shares*) tanımlamada doktrinde öne çıkan başlıca unsur ise bunların tasfiye artığı yani ortaklığın kalan malvarlıklarını edinmeleri, çoğunlukla borçlar ile imtiyazlı paylar için öngörülen kâr payı ödemelerinden sonra kâr payı almaya hak kazanmaları ve ortaklıkta oy hakkına sahip bulunmalıdır. Adi paylar, ortaklık kazançları ve tasfiye payına katılma hakkı bakımından çoğu zaman sonuncu sırada yer almakta, ancak oy hakları ve kontrole sahip olma bakımından en üstün haklara sahip bulunmaktadır. Oysa, borca dayalı sermaye piyasası araçları bakımından, ortaklığın, öncelikle bu araçların sahiplerine ödeme yapması ve ortaklığın tasfiyesi halinde öncelikli olarak ilgili borç tutarlarını

⁸¹ Palmiter, s. 72.

⁸² **Ibid.**; Bainbridge, s. 38.

⁸³ Palmiter, s. 72..

⁸⁴ Choper, s. 205.

ödemesi, ödeme bakımından borca dayalı sermaye piyasası araçlarına bir öncelik tanınması sonucunu doğurmaktadır; ancak, bu araçların sahiplerine ortaklık üzerinde oy hakkı veya kontrol gibi haklara sahip olma imkanı verilmemektedir⁸⁵. Borca dayalı sermaye piyasası aracı sahiplerine yapılan ödemeler önceliklidir ve bu ödemelerin tamamlanmasının ardından önce imtiyazlı paylar sonra da adi paylar kâr payı hakkı kazanmaktadır. Doktrinde bu sistem, adi payların sahiplerine ortaklığın en iyi şekilde yönetimi için uygun yöneticileri atama ve kâr elde etmeye ilişkin menfaatlerini koruma noktasında teşvik sağladığı ve dolayısıyla borca dayalı sermaye piyasası aracı sahiplerine yapılacak ödemelerin doğru şekilde yapılması noktasında adi payların sahiplerinin de menfaatleri olduğu gerekçesi ile savunulmaktadır⁸⁶.

1.2.2. ABD Hukuku'nda “Dönüştürülebilir Sermaye Piyasası Aracı” (*Convertible Security*) Kavramı

1.2.2.1. Genel Olarak

Dönüştürülebilir sermaye piyasası araçları, genel anlamda, başka bir sermaye piyasası aracına dönüştürme imkanı veren sermaye piyasası araçlarıdır⁸⁷. Bu araçlar, çoğunlukla, sahibine dönüştürmenin yapılıp yapılmaması ve dönüşümün ne zaman gerçekleştirileceğini belirleme yetkisini tanımaktadır, ancak, bu zorunlu değildir, ortaklığın da bu hususu tek taraflı olarak belirlemesi mümkündür⁸⁸. Sonuçta,

⁸⁵ Doktrinde çoğu yazar tarafından ifade edilen bu ayrıma ilişkin özet niteliğinde açıklamalara ilişkin bkz. Choper, s. 205.

⁸⁶ **Ibid.**

⁸⁷ Securities and Exchange Commission (“SEC”), “Fast Answers, Convertible Securities”, <https://www.sec.gov/fast-answers/answersconvertibleshtm.html> adresinden ulaşılabilir. George S. Hills, “Convertible Securities- Legal Aspects and Draftsmanship”, **19 Calif. L. Rev.** 1, 1930, s. 2’de “ortaklıkların çıkardığı, hükümleri uyarınca başka bir sermaye piyasası aracına dönüştürülebilir veya onunla değiştirilebilir sermaye piyasası araçları” olarak tanımlanmıştır. Oğuz Kürşat Ünal, **Menkul Kıymetler, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, 1988’de değiştirilebilir imtiyazlı hisse senetleri ve değiştirilebilir tahvillere (*convertible preferred stocks and convertible bonds*) ilişkin olarak “değiştirilebilirlik özelliğine sahip senetler, sahiplerine, söz konusu senedi ortaklığa teslim etmek suretiyle, adi hisse senetlerinin taahhüt edilen bir miktarını elde etme hakkı verir” ifadesine yer vermiştir. Türk Hukuku’nda “dönüştürülebilir sermaye piyasası araçları” olarak genel bir tanıma yer verilmemekte, SPK’nın çıkardığı ilgili tebliğlere paralel olarak “paya dönüştürülebilir tahvil” ve “değiştirilebilir tahvil” özelinde tanımlamalara yer verilmektedir. Bu konuda bkz. Bölüm 2.2.1.1.

⁸⁸ SEC, **Fast Answers**.

dönüştürmenin koşulları yahut bu koşulların kim tarafından belirleneceği ilgili sermaye piyasası aracını ihraç eden kişi tarafından belirlenmektedir⁸⁹.

Uygulamada, dönüştürülebilir sermaye piyasası araçları genellikle, ilgili sermaye piyasası aracının özellikleri yanında, ortaklık payına dönüştürme imkanı vermektedir⁹⁰. Çoğunlukla, kredi alma gibi borçlanma yöntemlerine başvuramayan veya başvurmayı tercih etmeyen ortaklıklar tarafından, ortaklığa, finansman sağlanması amacıyla ihraç edilmektedir⁹¹. Bu araçlar, sabit dönüştürme oranları (yani ilgili yatırımın, paylara, paylar için öngörölmüş belirli bir fiyattan dönüştürölmesi) içerebileceği gibi, bir dönüştürme tavanı, piyasa fiyatlarına bağılı bir formöl veya indirimine tabi farklı formölleler de içerebilir⁹².

1.2.2.2. ABD Hukuku'nda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ne Benzer Özellikler Taşıyan diğler Sermaye Piyasası Araçları

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin çıkarılmasındaki temel amaçlardan biri yatırımcıların girişim ortaklıklarına yatırımda kullandıkları sermaye artırımını yahut pay devri veya dönüştürülebilir tahvil verilmesinin yatırımcı ve girişim ortaklıkları nezdinde sebep olduğı hukuki, operasyonel yahut ekonomik verimsizliklerin giderilmesidir. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, bir dönüştürülebilir tahvil (*convertible note*) ve dolayısıyla bir borç tabanlı sermaye piyasası aracı yahut “borçlanma aracı” (*debt instrument*) değildir. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, borçlanma aracı niteliğinde olmayan bir yatırım sonrası “dönüştürülebilir sermaye piyasası aracı”dır (*convertible security*) ve bunun farklarına aşağıda değinilmiştir.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin 2'nci maddesinde Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcıların girişim ortaklığının faaliyetlerini fonlaması amacıyla aldığı, girişim

⁸⁹ John N. Calamos, **Convertible Securities: the Latest Instruments, Portfolio Strategies, and Valuation Analysis**, New York, 1998, s. 20.

⁹⁰ **Ibid.**, s. 19.

⁹¹ SEC, **Fast Answers**.

⁹² **Ibid.**

ortaklığının paylarını gelecekte belirli bir fiyata almaya⁹³ ilişkin hak (*future right*) içeren bir araç olarak tanımlanmıştır.

1.2.2.2.1. Borçlanma Aracı Niteliğinde Dönüştürülebilir Tahviller (*Convertible Debt* veya *Convertible Note*)

ABD Hukuku'nda borçlanma aracı niteliğindeki dönüştürülebilir tahviller, ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu (*Securities Act*) uyarınca “sermaye piyasası aracı” (*security*) niteliğindedir⁹⁴ ve çoğunlukla yatırımcılara sonraki yatırım turlarında yatırım yapılan tutar ve işleyen faizler ile orantılı olarak imtiyazlı pay edinme hakkı sağlar⁹⁵. Nitekim, ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu “başka bir sermaye piyasası aracına iştirak veya onu alma hakkı”nın da bir sermaye piyasası aracı niteliğini haiz olacağını söylemektedir⁹⁶. Bu araçlar; dönüştürülebilir tahviller temelinde borçlanma araçlarıdır ve vade tarihinden önce paya dönüştürülmedikleri hallerde, girişim ortaklığına, yatırımcının yapmış olduğu yatırım tutarı ve faizleri geri ödeme borcu yükler⁹⁷. Bu tahvillere sahip olan yatırımcıların vade tarihi öncesinde girişim ortaklığından tahvile konu borcu talep etme hakkı bulunmamaktadır; ancak, vade tarihinden sonra ödemenin yapılmaması halinde yatırımcının bu borcu talep etme hakkı ve sonuçta ortaklığın tasfiye edilmesini talep hakkı bulunmaktadır⁹⁸.

Borçlanma aracı niteliğindeki dönüştürülebilir tahvillerin girişim ortaklıklarına yatırımda kullanılmasının temel sebeplerinden biri, ABD’de standart bir sermaye

⁹³ İlgili madde “*means an instrument containing a future right to shares of Capital Stock, similar in form and content to this instrument, purchased by investors for the purpose of funding the Company’s business operations*” hükmünü içermekte olup, doğrudan bir “alım hakkı”na atıf yapmamaktadır. Ancak “*future right*”ın Türkçe’ye çevrilmesi için bu kelime kullanılmıştır. Ortaklığın çıkarılmasına izin verilmiş ancak halihazırda çıkarılmamış paylarını Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sahiplerine verebilmesi mümkün olduğu düşünüldüğünde, burada yeni çıkan payları edinme hakkı olarak anlaşılması da düşünülebilir.

⁹⁴ Barlett, s. 307.

⁹⁵ Bernthal, s. 803.

⁹⁶ Barlett, s. 307.

⁹⁷ Bernthal, s. 803.

⁹⁸ **Ibid.**, s. 804; Yazar, 131 numaralı dipnotta, girişim ortaklığı tasfiyesi sonucunda kalan malvarlıklarının tutarı ve dolayısıyla ödeme tutarının düşük olması sebebiyle yatırımcıların bu yola başvurmayı çoğunlukla arzu etmediklerini dile getirmiştir.

artırımı yahut pay devrine göre hukuki masraflarının düşük olmasıdır⁹⁹. Nitekim, bu dönüştürülebilir tahvillerin şartları üzerinde girişim ortaklığı ve yatırımcı arasındaki müzakere, paysahipleri sözleşmesinden kısa sürmektedir ve genellikle tahvil ihracından sonra girişim ortaklığının esas sözleşme veya ilgili diğer belgelerinde değişikliğe gidilmesi gerekliliği bulunmamaktadır¹⁰⁰.

Borçlanma aracı niteliğinde dönüştürülebilir tahvillerin girişim ortaklığı yatırımında kullanılmasının başka bir sebebi de yatırımcı ve girişim ortaklığının, girişim ortaklığının kesin değerlemesi üzerinde anlaşmalarının daha sonraki bir zamana bırakılabilmesi, başka bir ifadeyle, finansmanın girişim ortaklığına taahhüt edildiği zamanda bu değerlemenin kesinleşmiş olması gerekmemesidir¹⁰¹. Yatırımcı ve girişim ortaklığı kesin bir değerlendirme yerine değerlendirme tavanı yahut indirim oranı üzerinde anlaşabilmektedir.

Borçlanma aracı niteliğindeki dönüştürülebilir tahviller, ortaklığın tasfiyesi (*company liquidation*) halinde paylara göre tasfiye payları üzerinde öncelikli talep hakkı bahşetmektedir¹⁰².

Tahvil ile kararlaştırılan ve çoğu zaman başka bir yatırım turunda pay ihracı yahut pay devri gerçekleşmesi olarak belirlenen geciktirici şart gerçekleştiğinde, sözü geçen tahviller ile yapılan yatırım tutarı ve işleyen faizler tutarında “paya dönüşme”, tahvil sahibinin bu yöndeki talebi üzerine¹⁰³ kendiliğinden (*automatic conversion of outstanding balance*) gerçekleşmektedir¹⁰⁴. Bu dönüşümün ardından, tahvil sahibi, girişim ortaklığında paysahipliği sıfatını kazanır ve çoğunlukla ilgili payların

⁹⁹ Calamos, s. 368.

¹⁰⁰ Bernthal, s. 804.

¹⁰¹ Williams, s. 139; Bernthal, s. 773.

¹⁰² Bernthal, s. 805.

¹⁰³ **Ibid.**, s. 806.

¹⁰⁴ Ortaklığın, dönüşüm (*conversion*) işlemini gerçekleştirmemesi durumunda, ortaya çıkan sonuçlar bakımından bkz. Hills, s. 12. Türk Hukuku açısından bir değerlendirme yapıldığında, burada bir yenilik doğurucu hakkın varlığı düşünülebilecektir. Yenilik doğuran haklar “tek taraflı bir hukuki işlem ile bir hukuki ilişkiyi kurmak, içeriğini değiştirmek veya sona erdirmek suretiyle başka bir şahsın hukuk alanında değişiklik meydana getirebilme yetkisi veren haklar” olarak tanımlanmaktadır. Vedat Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, Ankara, 2005, s. 56; aynı yönde bkz. Kemal Oğuzman ve Nami Barlas, **Medeni Hukuk**, 24. Bası, İstanbul, 2018, n. 528. Ancak, Tek Tıp Yatırım Sözleşmeleri’nde tek taraflı bir irade beyanı olmaksızın, şartın gerçekleşmesi ile payların dönüşümü borcu ortaya çıkmaktadır.

niteliğinin yatırım turunda doğrudan pay alımı veya sermaye artırımına katılım yoluyla pay sahibi olan yatırımcılar ile aynı özellikleri taşıyan imtiyazlı paylara sahip olur¹⁰⁵. Ancak, tahvil sahibi, paya dönüşme yerine ilgili tahvil ile yapılan yatırım tutarı ve işleyen faizleri de girişim ortaklığından talep edebilir¹⁰⁶.

Sayılan tüm özelliklerin yanında, sözü geçen tahvillerin “borç” (*debt*) niteliğinde¹⁰⁷ olması sebebiyle, tahvili mülkiyetinde bulunduran yatırımcıya pawnsahipliği hakları ve dolayısıyla kâr payı alma yahut oy kullanma hakkı tanımadığı göz ardı edilmemelidir.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin ABD Hukuku’nda yatırımlar için kullanılan borçlanma aracı niteliğindeki dönüştürülebilir tahviller ile temel benzerlikleri (i) imtiyazlı paya dönüştürülebilir olması ve (ii) çoğunlukla dönüşüm oranının belirleneceği bir formüle (değerleme tavanı gibi) bağlı olmasıdır. Ancak, dönüştürülebilir tahvillerden (i) kesin vade tarihi bulunmaması; (ii) borç verilen tutara faiz işlememesi¹⁰⁸; ve (iii) sahibine yatırım tutarının geri ödenmesi yönünde talep hakkı vermemesi¹⁰⁹ yönünden farklılaşır.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin borçlanma aracı niteliğinde dönüştürülebilir tahvil gibi vade tarihi olmaması ve yatırımcıya bu tarihte yatırım ve faizini geri isteme hakkı vermemesi sebebiyle, girişim ortaklıkları üzerindeki vade tarihine kadar nakit varlığı artırma yahut yatırım turunu gerçekleştirme acelesini ortadan kaldırmaktadır. Nitekim, sözü geçen tahvillerin vade tarihinde, yatırımcının yatırım tutarı ve faizi geri isteme hakkı bulunmakta ve bu sebeple de maddi durumu yeterli olmayan girişim ortaklığını iflasa (*insolvency*) sürüklenme tehdidi altında bırakmaktadır¹¹⁰. Bu itibarla, bu tahvillerin sahipleri ABD Hukuku’nda alacaklı (*creditor*) sıfatına sahiptirler¹¹¹.

¹⁰⁵ Bernthal, s. 805.

¹⁰⁶ Spencer Williams, "Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms." **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, vol. 23, no. 1, 2017, s.138; Bernthal, s. 806.

¹⁰⁷ Ayrıntılı bilgi için bkz. Jesse H. Choper, John C. Coffee, Ronald J. Gilson, **Cases and Materials on Corporations**, 6. Baskı, New York, 2004, s. 205.

¹⁰⁸ Coyle ve Green, **SAFE**, s. 105.

¹⁰⁹ Bernthal, s. 807.

¹¹⁰ **Ibid.**, s. 808; Coyle ve Green, **Contractual Innovation**, s. 166.

¹¹¹ Bernthal, s. 853.

Bu durumda, yalnızca girişim ortaklığının iflası değil, aynı zamanda, ABD Hukuku kapsamında girişim ortaklığı yöneticilerin sorumluluğu da gündeme gelebilmektedir. Şöyle ki, Delaware Eyaleti hukuku uyarınca Quadrant Structured Products Co. V. Vertin¹¹² kararında bir ortaklığın iflas halinde olması durumunda yöneticilerin alacaklılara karşı özen yükümlülüğü (*fiduciary duty*) olduğuna ve alacaklıların borçlarının ortaklık malvarlığından karşılanamadığı durumlarda (*becoming residual claimant*), iflas halindeki ortaklığın yöneticilerine karşı ikincil dava açma hakları olduğuna hükmedilmiştir¹¹³.

Yukarıda anlatılan, olumsuz duruma yol açmamak amacıyla, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde bir vade tarihine yer verilmemiştir. Ancak, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin yatırımcılar nezdinde bazı durumlarda borçlanma aracı niteliğinde dönüştürülebilir tahvillere göre daha riskli bir yatırım olarak değerlendirilebilmesinin bir sebebi de Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde vade tarihi olmaması ve yatırımcıya yatırımı geri isteme veya Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen şart gerçekleşmeden paya dönüşüm hakkı tanımamasıdır. Girişim ortaklıklarında çokça rastlanması öngörülmeyen bir durum olmakla birlikte, girişim ortaklığının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımı sonrasında iç kaynaklar ile büyümeye karar vermesi ve başka bir pay edinimine dayalı yatırım gerçekleştirmemesi durumunda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sahiplerinin girişim ortaklığına karşı başvuru hakkı olmaması; iç kaynaklardan büyüyen girişim ortaklıkları paysahiplerinin oluşan ekonomik menfaatten yararlanırken Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sahiplerinin yararlanamaması sonucunu doğurabilmektedir¹¹⁴.

¹¹² Bu konuda bkz. 115 A.3d 535, 546–47 (Del. Ch. 2015) kararı (Justia veri tabanı).

¹¹³ Bernthal, s. 808, dipnot 151.

¹¹⁴ Bernthal, s. 851.

1.2.2.2.2. İmtiyazlı Pay Senedi (*Preferred Stock*) Edinme

ABD’de en çok tercih edilen yatırım şekillerinden biri yatırım karşılığında imtiyazlı pay senedi edinmedir¹¹⁵. Ortaklık esas sözleşmesi ile yönetim kuruluna yetki verildiği hallerde, yönetim kurulu, imtiyazlı paylara ilişkin imtiyazları belirleyebilmektedir¹¹⁶. İmtiyazlı paylar, birbirinden farklı özellikler taşımaktadır¹¹⁷ ve imtiyazların tanınması çeşitliliği konusunda ABD Hukuku yönetim kuruluna çok geniş bir yetki tanımaktadır¹¹⁸. Kurucular ile yatırımcıların paylar için farklı değerler ödemesi de imtiyazlı pay ihracı ile sağlanmaktadır¹¹⁹.

Girişim ortaklıklarından imtiyazlı pay senedi edinilmesi yoluyla yatırım yapılması durumunda, imtiyazlı pay sahibi olan yatırımcılara genel olarak kontrol değişikliği, tasfiye veya iflas gibi hallerde tasfiye payına öncelikli katılma¹²⁰ gibi haklar tanınmaktadır.

Girişim ortaklıklarına yatırım amacıyla edinilen imtiyazlı pay senetlerinin, imtiyazlı olmayan pay senetlerinden diğer farkları çoğu zaman seyrelmeye karşı koruma, başka bir ifadeyle sermaye artırımında girişim ortaklığındaki pay oranını koruma hakkı; bazı kararlarda olumlu oy aranması ve yönetim kurulunda temsilde özel haklar olarak karşımıza çıkmaktadır¹²¹. İmtiyazlı paylar ile, imtiyaza sahip olmayan (*common stock*) ve çoğunlukla girişim ortaklığı kurucularının sahip olduğu paylardan önce kâr payı alma hakkı tanınması da yaygın bir uygulamadır¹²².

¹¹⁵ Williams, s. 123.

¹¹⁶ Bartlett, s. 297.

¹¹⁷ Örneğin, imtiyazlı paylara kâr payında öncelik tanınması veya tasfiye payında öncelik tanınması gibi haklar tanınmaktadır. Kâr payında öncelik, sabit bir tutarda kâr payı dağıtılması şeklinde öngörülebileceği gibi, adi paylara nazaran farklı yüzdeler ile kâr payı dağıtılması da öngörülebilir. Örnekler için bkz. Palmiter, s. 63.

¹¹⁸ Bartlett, s. 297..

¹¹⁹ *Ibid.*, s. 297.

¹²⁰ Bernthal, s. 825, s. 829; Williams, s. 129.

¹²¹ Williams, s. 123; Bernthal, s. 773.

¹²² Barlett, s. 298.

Bazı durumlarda, imtiyazlı pay sahiplerine, girişim ortaklığını imtiyazlı payları edinildikleri esas değerler üzerinden geri almaya zorlama hakkı (*redemption*) da tanınmaktadır¹²³.

İmtiyazlı pay senedi edinme yoluyla yatırımın, dönüştürülebilir tahvil veya Tek Tip Yatırım Sözleşmesi gibi sermaye piyasası araçları ile yatırımdan en büyük farkı, yatırımcılara, girişim ortaklığı üzerinde kullanabilecekleri paysahipliği hakları tanınmasıdır. Paysahibi sıfatını haiz olan yatırımcılar ABD Ortaklıklar Hukuku'nun paysahiplerine tanıdığı haklardan yararlanabilmektedir. Bunların başında, özellikle yöneticilerin paysahiplerine karşı özen yükümlülüğü bulunmaktadır¹²⁴. Bunun yanı sıra, girişim ortaklığı defterlerini inceleme veya kontrole sahip olmayan paysahiplerinin yöneticilerin korporatif fayda doktrinine¹²⁵ aykırı hareketleri sebebiyle sahip olduğu talep hakları ve benzeri haklar da, örneğin, Delaware Eyaleti Hukuku'nda paysahiplerine tanınmıştır¹²⁶.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapan yatırımcıların ise girişim ortaklığından bir paysahibinin sahip olduğu hakları talep etmesi mümkün değildir; ancak, sözleşmesel sorumluluktan doğan taleplerde bulunmaları mümkündür.

1.2.2.3. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Dönüştürülebilir Sermaye Piyasası Aracı Niteliği

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni yayımlayan Y Combinator, yaptığı yayım ve açıklamalarda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bir borçlanma aracı niteliğinde değiştirilebilir tahvil (*convertible note*) niteliğinde olmadığını ve bir dönüştürülebilir sermaye piyasası aracı (*convertible security*) niteliğini taşıdığını vurgulamaktadır¹²⁷.

¹²³ Williams, s. 132.

¹²⁴ Bernthal, s. 852; Barlett, s. 299: yazar, özen yükümlülüğünün paysahiplerine getirdiği korumadan imtiyazlı paysahiplerinin aynı şekilde yararlanıp yararlanamayacağını tartışmalı olduğuna ilişkin bir görüş paylaşılmaktadır.

¹²⁵ Korporatif fayda doktrini (*corporate opportunity doctrine*), yöneticilerin, yönetim kurulu üyelerinin ve ortaklığın kontrolüne sahip paysahiplerinin, ortaklığın menfaatine olsa dahi, kendileri ile işlem yapmalarını yasaklayan bir hukuki kuraldır, bkz. Bernthal, s. 854, dipnot 305

¹²⁶ *Ibid.*, s. 854.

¹²⁷ Y Combinator, s. 3.

Gerçekten de, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bir sermaye piyasası aracı olduğu yönünde ne doktrinde ne de düzenleyici otorite nezdinde bir çekince bulunmamaktadır. ABD Sermaye Piyasası Araçları ve Borsa Komisyonu (*Securities and Exchange Commission*), Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin pawnsahipliği hakları sağlamayan bir sermaye piyasası aracı olduğunu ifade etmektedir¹²⁸. Bu noktada doktrinde Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu'nun 2(a)(1) maddesi uyarınca bir yatırım sözleşmesi (*investment contract*) olduğu¹²⁹ ve bu sebeple bir sermaye piyasası aracı olduğu savunulmaktadır¹³⁰. Y Combinator da Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bir paya dayalı sermaye piyasası aracı (*equity security*) olduğunu ifade etmektedir¹³¹.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD Hukuku'nda ne borç (*debt*) ne de pay (*equity*) özelliklerini tam olarak taşımadığı savunulmaktadır¹³². Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin kesin vade tarihi ve faiz düzenlemesi taşınamaması nedeniyle borç niteliğine sahip olmadığı¹³³; yatırımcılarına pay sahiplerine tanınan kâr payı alma veya oy kullanma gibi hakları sağlamadığı için ise pay senedi niteliğine sahip olmadığı söylenmektedir¹³⁴.

Doktrinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin niteliğini anlatmak için yapılan sınıflandırmalardan biri Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin yatırımcının ortaklığa sermaye taahhüdü karşılığında daha sonra yapılacak yatırımlar sürecinde ortaklıktan pay elde etme hakkına sahip olacağı bir pay senedine dayalı türev sözleşmesi olduğu yönündedir¹³⁵.

¹²⁸ SEC (Securities and Exchange Commission), "Investor Bulletin: Be Cautious of SAFEs in Crowdfunding", **Investor Alerts and Bulletins**, 9 Mayıs 2017, https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes adresinden ulaşılabilir.

¹²⁹ ABD Hukuku'nda yatırım sözleşmeleri ve sermaye piyasası araçlarına yönelik ayrıntılı bilgi için bkz. Coffee, s.259-284 ve SEC v. W. J. Howey Co. kararı (Justia veri tabanı).

¹³⁰ Joan MacLeod Heminway, "Why Can't We Be Friends: A Business Finance Lawyer's Plaintive Plea to Entrepreneurs." North Carolina Law Review, vol. 95, no. 5, June 2017, s. 1472, dipnot 52

¹³¹ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 30.

¹³² Bernthal, s. 822; pay senedi özelliği taşımadığına ilişkin olarak SEC, s. 1.

¹³³ Coyle ve Green, **SAFE**, s. 105.

¹³⁴ **Ibid.**, s. 105.

¹³⁵ **Ibid.**, s. 105; Bernthal, s. 807; Coyle ve Green, **Contractual Innovation**, s. 168, 169.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin "borç verme" (*loan*) özelliğinin olmaması nedeniyle, bir sözleşmesel türev araç olduğu söylenmekte ve bu Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sermaye piyasası aracının değerinin başka bir varlık (*asset*) olan girişim ortaklığı payından türediğinden (*derived*) bahisle savunulmaktadır¹³⁶.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile kararlaştırılan ve çoğu zaman başka bir yatırım turunda pay ihracı yahut pay devri gerçekleşmesi olarak belirlenen geciktirici şart gerçekleştiğinde, sözü geçen Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yapılan yatırım tutarında kendiliğinden¹³⁷ "paya dönüşme" gerçekleşmektedir. Bu dönüşümün ardından, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sahibi, girişim ortaklığında paysahibi olur, paysahipliği sıfatını kazanır ve çoğunlukla ilgili payların niteliğinin yatırım turunda doğrudan pay alımı veya sermaye artırımına katılım yoluyla pay sahibi olan yatırımcılar ile aynı özellikleri taşıyan imtiyazlı paylara sahip olur¹³⁸.

Girişim ortaklığı tarafından imtiyazlı pay ihracı yoluyla yeni bir yatırım turu gerçekleştirilmemesi yahut Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen diğer şartların ortaya çıkmaması durumunda, yatırımcının herhangi bir talep hakkı bulunmayacaktır¹³⁹.

Sayılan tüm özelliklerin yanında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin "pay" niteliğinde olmaması sebebiyle, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile girişim ortaklığına yatırım yapan yatırımcının girişim ortaklığında pay sahibi olmadığı ve dolayısıyla kâr payı alma yahut oy kullanma hakkı gibi paysahipliği haklarına sahip olmadığını söylemek gerekir. Aynı şekilde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sahibinin girişim ortaklığından bilgi alma, ortaklık defterlerini inceleme gibi hakları da bulunmamaktadır¹⁴⁰. Bunun yanı sıra, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sözleşmesel niteliği ve dolayısıyla sahiplerine oy hakkı vermemesi sebebiyle, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sahiplerine imtiyazlı paysahiplerine tanınabilecek olan negatif kontrol hakları da korporatif etkiye sahip olacak şekilde tanınamaz.

¹³⁶ Bernthal, s. 807; Green ve Coyle, s. 172 dipnot 14.

¹³⁷ Bernthal, s. 831.

¹³⁸ *Ibid.*, s. 808.

¹³⁹ SEC, s. 2; Bernthal, s. 808.

¹⁴⁰ Bernthal, s. 821.

Ayrıca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin borçlanma aracı niteliğinde dönüştürülebilir tahvil gibi vade tarihinin olmaması ve yatırımcıya bu tarihte yatırım ve faizini geri isteme hakkı vermemesi sebebiyle, girişim ortaklıkları üzerindeki vade tarihine kadar nakit varlığı artırma yahut yatırım turunu gerçekleştirme acelesini ortadan kaldırmakta olduğu için girişim ortaklıkları açısından olumlu bir yatırım aracı olduğu söylenebilirse de; yatırımcının, yaptığı yatırımı geri isteme hakkı olmaması sebebiyle finansal olarak zorluk içinde olan bir girişim ortaklığından çıkışına imkan tanınamakta ve yatırımcı için bu süreci daha riskli bir hale getirebilmektedir¹⁴¹. Ancak, bu gibi girişim ortaklıklarının finansal durumlarındaki zorluklar göz önüne alındığında, yatırım tutarının geri alınması ihtimalinin düşük olabileceği ve bu sebeple bu endişenin uygulanabilirlik açısından yerinde olmadığı da iddia edilebilir¹⁴².

Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri'nin sermaye piyasası aracı olması sebebiyle ihraçlarının ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu'na uygun olarak gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Aksi takdirde ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu'nun 5'inci maddesinde gösterilen yaptırımların uygulanması gündeme gelebilir¹⁴³. Bu kapsamda, ilgili sermaye piyasası araçları ile elde edilen yatırım tutarının yatırımcılara geri ödenmesi veya bazı para cezalarının uygulanması gündeme gelebilmektedir¹⁴⁴.

Normal şartlarda, sermaye piyasası araçlarının ihracının ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu'na uygun olarak ve dolayısıyla kayıt yükümlülüklerine uyarak yapılması gerekmektedir. Ancak, Yönetmelik D¹⁴⁵ (*Regulation D*) altında ilgili kayıt yükümlülüğüne ilişkin bazı istisnalar tanınmıştır. Bu kapsamda, özellikle küçük işletmeler başta olmak üzere ihraççıların önündeki bazı engellerin kaldırılması

¹⁴¹ *Ibid.*, s. 773.

¹⁴² Aynı yönde, bkz. Coyle ve Green, **Contractual Innovation**, s. 165'te yazarlar girişim ortaklığının başarılı olarak sonraki yatırım turlarına devam etmemesi halinde, ilgili yatırımın bir kayıp olarak değerlendirildiği görüşündedir.

¹⁴³ Heminway, s. 1473.

¹⁴⁴ *Ibid.*, s. 1473.

¹⁴⁵ 8 Mart 1982 tarihli ve 6389 numaralı Sınırlı Teklif ve Satışları İlgilendiren, 1993 tarihli Sermaye Piyasası Araçları Kanunu nezdindeki Kayıt Yükümlülüğüne ilişkin Bazı İstisnaların Değiştirilmesine ilişkin Yönetmelik D (*Regulation D – Revision of Certain Exemptions from Registration under the Securities Act of 1993 for Transactions Involving Limited Offers and Sales*).

amaçlanmıştır¹⁴⁶. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ihracı sırasında mevzuatta gösterilen kayıt yükümlülüğü istisnalarından faydalanabilmek için¹⁴⁷, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin yalnızca Yönetmelik D Kural 501 kapsamında akredite yatırımcı (*accredited investor*) olarak addedilen yatırımcılara ihraç edilmesi öngörülmüş ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi akdeden yatırımcıya bu hususu sözleşme ile taahhüt etmesi yükümlülüğü getirilmiştir.

Yönetmelik D Kural 501 kapsamında, akredite yatırımcılar: kurumsal yatırımcılar; özel işletme geliştirme şirketleri; vergiden muaf kurumlar; bazı yöneticiler ve imza yetkilileri; 1 Milyon Amerikan Doları üzerinde net servete sahip olan gerçek kişiler; son iki yılda yıllık geliri 200.000 Amerikan Doları'nın üzerinde olan gerçek kişiler; 5 milyon Amerikan Doları'nın üzerinde varlığı olan tröstler; ve bazı özel akredite yatırımcıların oluşturduğu işletmelerdir¹⁴⁸.

1.2.3. Yatırım Sonrası (*Post-Money*) Değerleme Kavramı

Y Combinator tarafından yayımlanmış olan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ilk versiyonunda, girişim ortaklığı değerlemesi, yatırım öncesi değerlendirme üzerinden yapılmaktadır¹⁴⁹. Yatırım öncesi değerlendirme, girişim ortaklığına ilgili yatırım turu kapsamında yapılacak olan yatırım gerçekleştirilmeden önce girişim ortaklığının değerinin belirlenmesini ifade etmektedir¹⁵⁰.

Yatırım sonrası değerlendirme ise, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi için, genel anlamda, yatırım öncesi değerlendirme ve yatırım tutarının toplamını ifade etmektedir¹⁵¹. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin güncellenmiş versiyonunda hesaplamaların yapılmasında Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen yatırım tutarının da eklenmiş olduğu yatırım sonrası değerlendirme üzerinden hesaplama yapılmaktadır. Örnek vermek gerekirse; bir yatırımcı girişim ortaklığına 4,5 milyon Amerikan Doları yatırım öncesi değerlendirme ile

¹⁴⁶ Coffee, s. 371; Ayoğlu, **Halka Arz**, s. 68 vd.

¹⁴⁷ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 30.

¹⁴⁸ Çalışma sınırları kapsamında konuya daha ayrıntılı bir şekilde değinilmemiş olup Kural 501'deki tanımlara ilişkin ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Coffee, s. 373.

¹⁴⁹ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 4.

¹⁵⁰ Williams, s. 125..

¹⁵¹ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 4.

500.000 Amerikan Doları yatırım yapmak isterse, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde yazacak olan yatırım sonrası değerlendirme tavanı 5 milyon Amerikan Doları tutarındadır.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde yapılan bu güncellemenin sebebinin, girişim ortaklıklarının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile aldıkları yatırımları bir yatırım turuna geçiş dönemi olarak değil başlı başına bir yatırım turuymuşçasına kullanmaları ve girişim ortaklıklarının bu yolla girişim ortaklığı paylarının yüzde kaçını üzerinde bir dönüştürme hakkı sağladıklarını daha kolay bir şekilde takip edebilmelerini sağlamaktır¹⁵².

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde kullanılan yatırım sonrası değerlendirme yalnızca Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yapılan yatırımın dikkate alındığı bir yatırım sonrası değerlemedir. Bu değerlendirme Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen tutar uyarınca bir sonraki imtiyazlı pay senedi edinimi yoluyla yapılan yatırım turundaki yatırımı kapsamamaktadır¹⁵³.

1.2.4. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Türleri

1.2.4.1. Değerleme Tavanına Tabi İndirimsiz Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (*Valuation Cap, no Discount*)

Y Combinator tarafından, değerlendirme tavanına tabi indirimsiz Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin en çok kullanılan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi olduğu ifade edilmektedir¹⁵⁴. Bu Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kapsamında, yatırımcılar ve girişim ortaklıkları bir yatırım tutarı ve bu yatırımın gerçekleştirileceği bir değerlendirme tavanı üzerinden anlaşmaktadır. Örneğin, girişim ortaklığına 5 milyon Amerikan Doları yatırım sonrası değerlendirme tavanını gözeterek 500.000 Amerikan Doları yatırım yapan bir yatırımcı, sonraki yatırım turunda (sermaye artırımını gerçekleştirilerek yapılacak

¹⁵² *Ibid.*, s. 3, 5.

¹⁵³ *Ibid.*, s. 4.

¹⁵⁴ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s.17, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin standart versiyonunun değerlendirme tavanına tabi ve indirimsiz Tek Tip Yatırım Sözleşmesi olduğunu açıklamakta ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin diğer versiyonlarını "alternatif" versiyonlar olarak sınıflandırmaktadır. Ayrıca bkz. Coyle ve Green, **SAFE**, s. 105; yazarlar, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin tipik olarak değerlendirme tavanı içerdiğini ifade etmektedir.

yatırım turunda) yatırımın girişim ortaklığına 10 milyon Amerikan Doları değerleme üzerinden yapılması durumunda, yatırım turundan hemen önce Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin paya dönüştürülmesi ile yatırım tutarının değerleme tavanına bölünmesi ile bulunacak oranda paya sahip olacaktır. Sonraki yatırım turunda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde belirlenen değerleme tavanından düşük bir değerleme ile yatırım yapılması durumunda ise değerleme tavanı uygulanmayacak, ancak Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcısı daha yüksek bir oranda pay sahibi olacaktır.

Çalışma kapsamında, “standart” olduğu ifade edilen ve en fazla kullanım alanında sahip olan bu tip Tek Tip Yatırım Sözleşmesi üzerinde durulacaktır. Bu amaçla, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bu türünün işleyişini aşama aşama ortaya koymakta yarar vardır:

- (i)** Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin imzalanması için yatırımcı ile girişim ortaklığı, girişim ortaklığına yapılacak yatırım tutarı ve girişim ortaklığının bu yatırım da dahil edildiğinde ulaşacağı tahmini değerleme tavanı üzerinde karara varır ve standart Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ne bu tutarları işlerler.
- (ii)** Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin imza gününde (veya imza gününe yakın bir zamanda), yatırımcı, girişim ortaklığına yatırım tutarını aktarır.
- (iii)** Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen şartların birinin gerçekleşmesi halinde, ilgili şarta bağlanmış sonuç gerçekleşecektir. Bunlardan, hem yatırımcı hem de girişim ortaklığı tarafından gerçekleşmesi arzu edilen şart, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin 1(a) maddesinde yer alan ve genel olarak girişim ortaklığının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi vasıtasıyla yatırım almasını takiben bir sermaye artırımını yahut diğer pay edinimi yoluyla yatırım alması halidir. Bu durumda, yatırımcının, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen formüllere göre hesaplanacak olan oranda pay edinmesi sağlanır ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile sağlanan yatırımın paya dönüşmesi işlemi gerçekleşir¹⁵⁵.

¹⁵⁵ Dönüşüme ilişkin örnek bir hesaplama tablosu için bkz. Bölüm 1.2.5.

1.2.4.2. İndirime Tabi Değerleme Tavanı Uygulanmayan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (*Discount, no Valuation Cap*)

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin indirim tabi versiyonunda, yatırımcı ve girişim ortaklığı bir "indirim oranı" (*discount rate*) üzerinde anlaşmaktadır ve sonraki yatırım turunda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yapılan yatırım doğrultusunda hesaplanacak olan paya dönüşüm oranı bir payın değerinin indirim oranı doğrultusunda hesaplanması ile bulunacak pay değeri üzerinden gerçekleştirilecektir. Bu sayede, yatırımcılar, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi vasıtasıyla yatırım yaparken herhangi bir değerlendirme veya değerlendirme tavanı belirlememekte ve sonraki yatırım turunda yapılacak değerlendirme üzerinden payların edinileceği bedel üzerinden Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen oranda yapılacak indirim ile sonraki yatırım turunda pay edinme hakkını elde etmektedir. Sonraki yatırım turuna göre, payları daha az bir bedelle elde eden yatırımcılar, bu yolla, yaptıkları erken ve sonraki yatırım turuna göre riskli yatırımdan bir menfaat elde etmektedir¹⁵⁶. Ancak, bu durumda, girişim ortaklığı, değerlendirme tavanına tabi sözleşmelere oranla girişim ortaklığının paylarının yaklaşık olarak yüzde kaçını Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırımcıya taahhüt ettiğini anlamakta zorluk çekecektir.

Örneğin, yatırımcı ve girişim ortaklığının %20 oranında bir indirim kararlaştırmaları halinde, İndirime Tabi Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapan yatırımcı, sonraki yatırım turunda yatırım yapan yatırımcıların payları edindikleri pay bedellerinin bu indirimin çıkarılmış hali (%80) ile çarpılması ile bulunan indirimli pay bedeli üzerinden yatırım tutarının bu indirimli bedele bölünmesi ile elde edilecek sayıda pay edinecektir. Bir yatırımcının, girişim ortaklığına bu Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile %20 indirim oranı ile 500.000 Amerikan Doları yatırım yaptığı durumda, ortaklığın sonraki yatırım turunda paylarını 1 Amerikan Doları'na satması halinde, %20 indirim oranı uygulanırsa yatırımcı 1 Amerikan Doları pay bedelinin %20 indirimin çıkarılması ile bulunan %80 oranı ile çarpılması ile hesaplanacak pay başına 0,8 Amerikan Doları tutardan pay edinebilecektir. Bu durumda, yatırımcının

¹⁵⁶ Williams, s. 139.

yapmış olduğu 500.000 Amerikan Doları yatırım ile 625.000 adet pay alması mümkün olacaktır¹⁵⁷.

1.2.4.3. Değerleme Tavanı ve İndirim Hükmi İçeren Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (*Valuation Cap and Discount*)

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin hem değerleme tavanı hem de indirim hükmi içeren versiyonunda, sonraki yatırım turunda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yapılan yatırım doğrultusunda hesaplanacak olan paya dönüşüm oranı hem değerleme tavanı hem de indirim oranı üzerinden hesaplanacak, ve hangi oran yatırımcı için daha avantajlı ise o oran üzerinden paya dönüşüm gerçekleştirilecektir. Bu durumda, yatırımcı, hem değerleme tavanı hem de indirim oranının sağladığı ekonomik menfaatten yararlanma olanağı bulacaktır.

1.2.4.4. En Çok Gözetilen Ulus Hükmi İçeren (Değerleme Tavanı ve İndirim Hükmi İçermeyen) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi (*Most Favored Nation, no Valuation Cap, no Discount*)

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bu versiyonunda değerleme tavanı yahut indirim oranı bulunmamaktadır. “En Çok Gözetilen Ulus” hükmi içeren Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, yatırımcıya, girişim ortaklığı tarafından diğer Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcılarına verilen Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri'ndeki hükümler doğrultusunda bir defa Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni ilgili Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin hükümleri ile aynı şekilde revize etme; veya herhangi bir Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ne göre revize edilmemiş ise yatırım turunda ilgili yatırım turuna katılan yatırımcılar ile aynı koşullarda pay sahibi olma hakkı vermektedir.

¹⁵⁷ *Ibid.*, s. 139, dipnot 150.

Sonra akdedilen Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri'nin de En Çok Gözetilen Ulus Hükümü içermesi halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bu sözleşmelerden birinin hükümlerini içerecek şekilde değiştirilebilmesi sebebiyle, birden fazla değişikliğe tabi tutulması mümkün olabilecektir¹⁵⁸. Gözden kaçırılmaması gereken önemli bir husus, bu Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri'nin, sonraki Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri'nden birinin hükümleri ile bir bütün olarak değiştirilmesi gerektiği, ve maddeler arasından uygun görülenlerin seçilemeyeceğidir¹⁵⁹.

1.2.5. Değerleme Tavanı (*Valuation Cap*) Kavramı

Değerleme tavanı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi dahil olmak üzere birçok dönüştürülebilir sermaye piyasası aracında, paya dönüşüm oranının hesaplanması için kullanılan ve dönüşüme konu pay bedeli hesaplanırken ilgili yatırım tavanının kullanılması ile Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcısının beklentisinin üzerinde bir değerlendirme alan ortaklıktan pay edinmesindeki maddi menfaatin azalmasını engelleyen hesaplama vasıtası bir fiktif tutardır¹⁶⁰.

1.2.5.1. Yatırımcıların Girişim Ortaklığına Sağladığı Yatırımın Tutarının Sözleşme ile Belirlenmesi

Çalışmada daha önce de sözü edildiği üzere, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin yatırımcılar tarafından en çok tercih edilen versiyonunda, yatırımcı ve girişim ortaklığı bir değerlendirme tavanı (*valuation cap*) üzerinde anlaşılmaktadır. Değerleme tavanı uygulaması girişim ortaklıklarına yatırım için kullanılan dönüştürülebilir tahvillerde de çokça tercih edilmektedir¹⁶¹.

Bu değerlendirme tavanı ile yapılan ön değerlemenin düşük veya yüksek olması riskinin ilerideki pay senedine dayalı yatırım turlarına bırakılması sağlanmaktadır. Değerleme tavanı uygulamasının pay senedine dönüşümde indirim tercih edilmesinin

¹⁵⁸ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 17.

¹⁵⁹ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 17.

¹⁶⁰ Değerleme tavanının kullanımına ilişkin bkz. Coyle ve Green, **SAFE**, s. 105; Williams, s. 139; Uygulamada kullanılmasına ilişkin olarak bkz. Bölüm 1.2.5.2.

¹⁶¹ Coyle ve Green, **Contractual Innovation**, s. 163.

sebebi, girişim ortaklığının ön değerlendirme kapsamında belirlenen değerlemeden çok daha yüksek bir değerlendirme ile sonraki yatırım turuna başlaması halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi veya dönüştürülebilir tahvil sahiplerinin çok daha düşük bir pay oranına sahip olma ihtimalidir¹⁶².

1.2.5.2. Yatırımcıların, Girişim Ortaklığına Sağladığı Yatırım Karşılığında Hak Kazanabilecekleri Payların Değerinin Değerleme Tavanına Dayalı Olarak Belirlenmesi Usulü

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin yatırımcılar tarafından en çok tercih edilen versiyonunda, yatırımcı ve girişim ortaklığı bir değerlendirme tavanı (*valuation cap*) üzerinde anlaşmaktadır. Bu değerlendirme tavanı, henüz satış ve büyüme oranları makul bir şekilde ölçümlenemeyen ve dolayısıyla değerlemesi doğru bir şekilde yapılamayan girişim ortaklığına bir "gölge değerlendirme"¹⁶³ yapılması ile belirlenmekte ve nispeten değerlemenin düşük veya yüksek olması riskinin ilerideki pay senedine dayalı yatırım turlarına bırakmayı sağlamaktadır.

Değerleme tavanı ile dönüşümün gerçekleşeceği değerlendirme tutarına bir üst limit getirilmektedir. Pay senedine dayalı yatırım turunda yatırım yapılan değerlendirme tutarının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen değerlendirme tavanını aşması halinde, doğrudan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen değerlendirme tavanı üzerinden paya dönüşüm gerçekleşmektedir¹⁶⁴. Örnek vermek gerekirse, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi akdedilmesi yoluyla 1 milyon Amerikan Doları yatırım sonrası değerlendirme tavanı ile girişim ortaklığına 100.000 Amerikan Doları yatırım yapan bir yatırımcı, daha sonraki paya dayalı yatırım turlarında girişim ortaklığının 1 milyon Amerikan Doları'nın üzerinde bir değerlendirme ile yatırım alması durumunda; yeni yatırımcıların pay alımlarından önce Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin paya dönüşmesi ile girişim ortaklığının paylarının %10'una (yatırım tutarı/değerleme tavanı) sahip olacaktır.

¹⁶² Coyle ve Green, **Contractual Innovation**, s. 164.

¹⁶³ Bernhtal, s. 834.

¹⁶⁴ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 5; Bernthal, s. 835.

Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri’nde “Yatırım Sonrası Değerleme Tavanı”nın uygulanmasını açıklığa kavuşturmak için, iki yatırımcının Değerleme Tavanına Tabi ve İndirimsiz Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile bir girişim ortaklığına yatırım yaptığını düşünebiliriz¹⁶⁵. İlk yatırımcı (“Yatırımcı A”) girişim ortaklığına 4.000.000 yatırım sonrası değerlendirme tavanı ile 200.000 Amerikan Doları, ikinci yatırımcı (“Yatırımcı B”) ise daha sonra girişim ortaklığına 8.000.000 Amerikan Doları yatırım sonrası değerlendirme tavanı ile 800.000 Amerikan Doları yatırım yapmaktadır. Bu durumda, ortaklığın 8.000.000 Amerikan Doları’ndan yüksek bir değerlendirme ile sonraki yatırım turunda (esas sermaye artırımı veya pay edinimi yolu ile) yatırım alması durumunda¹⁶⁶, girişim ortaklığının paylarının dönüşümünde, yatırım tutarının değerlendirme tavanına bölümü ile bulunacak oranda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcılarının pay edinme hakkı olacaktır. Bu durumda Yatırımcı A için bu oran 200.000’in 4.000.000’a bölünmesi ile bulunacak %5; Yatırımcı B içinse 800.000’in 8.000.000’a bölünmesi ile bulunacak %10 oranıdır¹⁶⁷.

Tablo 1.1 Girişim Ortaklığı Payları

	Pay Sayısı	Pay Oranı
Kurucular	850.000	%100
Toplam	850.000	%100

Tablo 1.2 Tek Tip Yatırım Sözleşmesi Kapsamında Payların Dönüştürülmesi
Sonrasında Girişim Ortaklığı Payları

	Pay Sayısı	Pay Oranı
Kurucular	850.000	%85
Yatırımcı A	50.000	%5
Yatırımcı B	100.000	%10
Toplam	1.000.000	%100

¹⁶⁵ Bkz. Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 19 vd.

¹⁶⁶ Sonraki yatırım tutarının, yatırım oranından yüksek olması halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile edinilecek pay oranı, doğrudan yatırım tutarının sözleşmede gösterilen değerlendirme tavanına bölünmesi ile bulunacaktır. Bkz. **Ibid.**, s. 18.

¹⁶⁷ Bu oranlar, sonraki yatırım turunda yatırımcıya verilecek tutarlar hesaplanmadan önce elde edilecek pay oranlarını hesaplamakta kullanılmaktadır. Eğer aksi Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’ne ek sözleşmeler ile kararlaştırılmamışsa, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcılarının, yeni yatırım turuna katılması mümkün olmayacaktır. Bkz. Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 18 vd.

Sonraki yatırım turunda (sermaye artırımı veya pay edinimi yoluyla) yeni yatırımcının (“Yatırımcı C”) 15.000.000 Amerikan Doları yatırım öncesi değerleme (kendi yapacağı yatırım tutarı değerleme tutarına eklenmeden) ile girişim ortaklığına 6.000.000 Amerikan Doları yatırım yapması durumunda, pay bedeli, yatırım öncesi değerleme tutarının pay sayısına bölünmesi ile bulunacaktır. Bu durumda, bir payın bedeli 15.000.000’un 1.000.000’a bölünmesi ile bulunacak olan 15 Amerikan Doları’dır. 6.000.000 Amerikan Doları yatırım tutarının 15 Amerikan Doları tutarındaki pay bedeline bölünmesi halinde, Yatırımcı C, 400.000 adet pay alabilecektir. Bu durumda, kurucu ve yatırımcıların pay sayısı ve oranları aşağıdaki gibi olacaktır.

Tablo 1.3 Sonraki Yatırım Turunda Pay Edinimi Sonrasında Girişim Ortaklığı Payları

	Pay Sayısı	Pay Oranı
Kurucular	850.000	yaklaşık %60,7
Yatırımcı A	50.000	yaklaşık %3,6
Yatırımcı B	100.000	yaklaşık %7,1
Yatırımcı C	400.000	yaklaşık %28,6
Toplam	1.400.000	%100

Tablo 1.4 Sonraki Yatırım Turunda Pay Edinimi Sonrasında Yatırımcıların Birim Pay Maliyetleri

	Pay Sayısı	Yatırım Tutarı (Amerikan Doları)	Pay maliyeti (Amerikan Doları) (Yatırım tutarının pay sayısına bölünmesi ile)
Yatırımcı A	50.000	200.000	4
Yatırımcı B	100.000	800.000	8
Yatırımcı C	400.000	6.000.000	15

Tablo 1.4'ten anlaşılabileceği üzere, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde yer alan yatırım tutarları girişim ortaklığının sonraki yatırım tutarındaki değerlemesi baz alınarak değil, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde yer alan değerlendirme tavanı tutarları üzerinden dönüştürmeye tabi tutulmuştur. Bu yolla, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcıları, daha sonraki yatırım turlarında pay edinen yatırımcılardan daha avantajlı bir şekilde girişim ortaklığında pay sahibi olma imkanına kavuşmuş ve gölge bir değerlendirme üzerinden belirledikleri değerlendirme tavanı ile yatırım yapmışlardır.

Sonraki yatırım turunda, pay edinimi veya sermaye artırımını yoluyla pay sahibi olacak yatırımcı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen yatırım sonrası değerlendirme tavanından daha düşük bir değerlendirme ile girişim ortaklığına yatırım yapmaya karar verir ise, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile paysahibi olacak yatırımcı, ortaklıkta öngörülen yatırım tutarının değerlendirme tavanına bölünmesi ile bulunan orandan daha yüksek bir oranda paya sahip olacaktır¹⁶⁸.

1.3. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde Yer Alan Tipik Hükümlerin Genel Olarak İncelenmesi

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, bir hızlandırma programı tarafından, yatırımcıların, girişim ortaklıklarına hızlı ve maliyeti düşük bir şekilde yatırım yapmalarına olanak sağlamak için hazırlanmış standart bir sözleşmedir. Her ne kadar, girişim ortaklığı ve yatırımcının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin hükümlerini revize etmeleri mümkünse de, elde edilmek istenen hızlı ve maliyeti düşük bir şekilde yatırım yapma amacına ulaşmak için Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin içerdiği tipik hükümleri ile hiçbir revizyona uğramaksızın kullanılması için hazırlanmıştır.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde yer alan tipik hükümler incelenmeye başlanmadan önce, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kapsamında kullanılan bazı terimleri açıklamak ve kelimeleri kavrayabilmek için bazı hususlardan bahsetmek gerekmektedir. Bunların başında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin boş bırakılan ve yatırımcı ile girişim ortaklığı tarafından üzerinde anlaşılması gereken bölümleri gelir. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin imzalanması sürecinde yatırımcı ve girişim ortaklığına temel

¹⁶⁸ Ayrıntılı hesaplamalar için bkz. Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 22 vd.

olarak iki hususu karara bağlama yükümlülüğü getirilmiştir. Açık bir anlatımla, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi girişim ortaklıklarına yapılan yatırımları hızlandırmak ve etkinleştirmek isteyen bir hızlandırma merkezi tarafından hazırlanan, standart bir sözleşmedir. Bu sözleşmenin önemli bir kısmı, tarafların müzakeresine mahal vermeksizin hazır, bununla birlikte iki nokta taraflarca kararlaştırılmalıdır. Bunların ilki Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yapılacak olan yatırım tutarı (*purchase amount*) ve paya dönüşümün gerçekleşmesi için kullanılacak olan o ana ilişkin yatırım sonrası değerlendirme tavanıdır (*valuation cap*); ikincisi ise, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ne ek yatırımcının girişim ortaklığına yapılacak yatırıma da katılma ve bu yolla girişim ortaklığındaki pay oranının azalmamasını sağlama hakkını gösteren sözleşmenin imzalanıp imzalanmayacağıdır.

1.3.1. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde Yer Alan Paya Dönüştürme, Kazanca Katılma, Tasfiye Sonucuna Katılma gibi Sonuçların Doğmasına Sebep Olan Şartlar

Çalışmanın konusunu oluşturan yatırım sonrası değerlendirme tavanı içeren Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri ile yatırım yapılması durumunda girişim ortaklığına sağlanan finansman tutarının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen hesaplama yöntemine göre paya dönüştürülmesi veya tasfiye payına katılma gibi hakların ortaya çıkması ancak Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen şartların gerçekleşmesi ile ortaya çıkacaktır. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen şartların gerçekleşmesine kadar, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapmış olan yatırımcının girişim ortaklığından bir talep hakkı bulunmamaktadır¹⁶⁹. Ayrıca Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin standart versiyonunda ilgili şartların belirli bir tarihe kadar gerçekleşmesine yönelik bir madde de bulunmamaktadır. Bu sebeple, ilgili şartların gerçekleşmediği durumlarda yatırımcı bu şartların gerçekleşmesini beklemeye mahkumdur.

Yukarıda da açıklandığı üzere, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile ilgili en çok eleştirilen hususlardan biri de bu bekleme hali ve yatırımcının herhangi bir talep hakkından yoksun olmasıdır. Özellikle, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım

¹⁶⁹ SEC, *Investor Bulletin* s. 2.

aldıktan sonra başka bir yatırım almaksızın iç kaynaktan büyümeyi sürdürebilecek veya neredeyse hiçbir ticari faaliyet sürdürmeden çok düşük bir gider miktarı ile çalışmayı uzun süre devam ettirebilecek girişim ortaklıkları açısından bu husus tartışılmaktadır. Ancak, erken dönem girişim yatırımlarının riskli ve kaybedilebilir olduğunu düşünen yatırımcılar tarafından kullanımı halen tercih edilmektedir.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sona ermesine ilişkin olarak standart Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde herhangi bir vadeye yer verilmemiş, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 1(e) kapsamında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen şartların gerçekleşmesi üzerine bunlara bağlanan sonuçların ifası ile gerçekleşeceği hüküm altına alınmıştır. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin yalnızca bu şartların gerçekleşmesi ve sözleşme uyarınca ilgili şartlara bağlı sonuçların ifası ile sona erdirilebileceği de düşünüldüğünde, şartların, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin uygulanması açısından büyük bir önem arz ettiği açıktır. Aşağıda bu şartlar incelenmiş ve her bir şartın oluşması durumunda standart Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kapsamında doğacak olan hukuki sonuçlar ana hatlarıyla açıklanmıştır.

1.3.1.1. Paya Dayalı Finansman Olayı (*Equity Financing*)

1.3.1.1.1. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde Paya Dayalı Finansman Kavramı

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi Tanımlar başlıklı 2'nci maddesi uyarınca “paya dayalı finansman” (*equity financing*) öncelikle sermayenin arttırılması amacını taşıyan, ortaklığın (bir yatırım öncesi veya yatırım sonrası değerlendirme de dahil olmak ancak bununla sınırlı olmamak üzere) sabit bir değerlendirme ile imtiyazlı pay çıkardığı ve sattığı, iyiniyetli bir şekilde gerçekleştirilmiş, işlem veya bir dizi işlemi ifade eder.

Paya dayalı finansman tanımı, girişim ortaklığının çekirdek veya erken dönem yatırımını takip eden ve imtiyazlı pay çıkararak gerçekleştireceği yatırım turunun gerçekleşmesi ihtimali değerlendirilerek kaleme alınmıştır. Bir yatırımcı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile girişim ortaklığına finansman sağlarken bu şartın gerçekleşeceğine olan inançla hareket etmektedir.

1.3.1.1.2. Şartın Gerçekleşmesi Dolayısıyla Ortaya Çıkan Sonuçlar

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin paya dayalı finansman başlıklı 1(a) maddesi uyarınca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin feshinden önce paya dayalı finansman gerçekleşmesi halinde, bu paya dayalı finansmanın ilk kapanışında (*closing*), Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kendiliğinden sayılanların daha büyük olanına dönüşecektir: (1) yatırım tutarının standart imtiyazlı paylara ödenen pay başına en düşük değere bölünmesine eşit olan “standart imtiyazlı pay” sayısına veya (2) yatırım tutarının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi bedeline (yani, yatırım sonrası değerlendirme tavanının; çıkarılmış ve dağıtılmış paylar, dönüştürülebilir sermaye piyasası araçları ve ilgili maddede sayılı her türlü menkul kıymetlerin toplamına (*company capitalization*) bölünmesi ile hesaplanacak pay başına bedel anlamına gelmektedir) bölünmesine eşit olan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi imtiyazlı pay¹⁷⁰ sayısına.

Aslında, bu dönüştürme ile sağlanmak istenen, özellikle, yapılacak sonraki yatırım turunda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen değerlendirme tavanının üstünde yatırım öncesi değerlendirme yapılması halinde, ilgili Tek Tip Yatırım Sözleşmesi sahibinin bu yatırım turundan önce, yatırım oranının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi değerlendirme tavanına bölünmesi ile bulunacak oranda girişim ortaklığında pay sahibi olmasıdır¹⁷¹.

Bu dönüştürme işlemi gerçekleştirilirken, kural olarak, dönüştürmeye konu edilecek payların, sonraki yatırım turuna katılan yatırımcılar için çıkarılacak yahut ihraç edilecek paylar ile benzer özelliklerde olmasını aranmaktadır¹⁷². Zaten, m. 1(a)'nın birinci bendinde dönüşümün gerçekleşeceği söylenen standart imtiyazlı

¹⁷⁰ Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Tanımlar başlıklı 2'nci maddesinde, “Tek Tip Yatırım Sözleşmesi İmtiyazlı Payları” Esas Sermaye Finansmanı kapsamında Yatırımcı adına çıkarılan, (i) pay başına tasfiye önceliği ve ücret bazlı seyrilmeye karşı koruma amacıyla Safe Bedeli'ne eşit olacak ilk dönüştürme bedeli ve (ii) Safe Bedeli'ni baz alacak şekilde kâr payı hakkının bazı haricinde standart imtiyazlı paylar ile aynı haklara, imtiyazlara, önceliklere ve kısıtlamalara sahip imtiyazlı paylar anlamına gelmektedir.

¹⁷¹ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 5.

¹⁷² Safe imtiyazlı payları için, bkz. Dipnot 142.

paylar “paya dayalı finansman” kapanışı ile ilişkili olarak girişim ortaklığına yeni para getiren yatırımcılar adına çıkarılan imtiyazlı pay senetleri olarak tanımlanmıştır.

Bu husus, yatırımcının, ilgili dönüştürmeye ilişkin her türlü belgeyi imzalaması yükümlülüğüne ilişkin olan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 1(a)’nın ikinci fıkrasında da kendini göstermektedir. İlgili madde uyarınca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin otomatik olarak standart imtiyazlı paylara veya Tek Tip Yatırım Sözleşmesi imtiyazlı paylarına dönüştürülmesi ile bağlantılı olarak, yatırımcı paya dayalı finansmana (yeni pay ihracı ve gerekli ise esas sözleşme değişikliği) ilişkin tüm işlem belgelerini akdedecek ve girişim ortaklığına teslim edecektir; bu belgeler, varsa Tek Tip Yatırım Sözleşmesi imtiyazlı payları için uygun değişiklikler haricinde, standart imtiyazlı payları iktisap edenler ile akdedilecek belgelerle aynı olacaktır; ayrıca bu belgelerde yatırımcıyı bağlayan sürükleme hükümlerine ilişkin, yatırımcı bakımından sınırlı beyan ve taahhütler ve sınırlı sorumluluk ve tazminat yükümlülükleri dahil fakat bunlarla sınırlı olmamak üzere mutlak istisnalar yer alacaktır.

1.3.1.2. Kontrol Değişikliği, Halka Arz, Birleşme veya Önemli Nitelikte Malvarlığı Satışına ilişkin Elden Çıkarma Olayı (*Liquidity Event*)

1.3.1.2.1. Elden Çıkarma Olayı Kavramı

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin tanımlar başlıklı 2’inci maddesinde “Elden çıkarma olayı” (*liquidity event*) kavramı, bir kontrol değişikliği veya ortaklık paylarının halka arzı olarak tanımlanmış; yine aynı maddede kontrol değişikliği ise (i) ilgili ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu uyarınca bir kişi veya grubun menfaat sahibi (*beneficial owner*) haline gelmesi yani doğrudan yahut dolaylı olarak ortaklığın yönetim kurulunun seçilmesine ilişkin oy haklarını haiz olan menkul kıymet ve diğer sermaye piyasası araçlarının %50’sinden fazlasına sahip olması, (ii) ortaklığın ilgili maddede gösterilenler dışında yeniden yapılanma (*reorganization*) veya birleşmeye (*merger or consolidation*) tabi olması veya (iii) ortaklığın tüm yahut önemli miktardaki (*substantially all*) malvarlıklarının satılması, kiralanması veya başka bir tasarruf işlemine tabi olması olarak tanımlanmıştır.

Bu kapsamda ortaklığın herhangi bir pay tabanlı yatırım turu gerçekleştirmeden doğrudan birleşme veya devralma gibi işlemlere konu olması yahut paylarının ABD sermaye piyasası hukuku ekseninde halka arzı halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 1(b)'de gösterilen “elden çıkarma olayı” gerçekleşmiş olacaktır. Görüldüğü üzere tasfiye kavramı Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile ilgili terminoloji anlamında tasfiyeyi ve bazı yeniden yapılandırma işlemlerini kapsayan geniş bir içeriğe sahiptir.

1.3.1.2.2. Şartın Gerçekleşmesi Dolayısıyla Ortaya Çıkan Sonuçlar

Elden çıkarma olayının gerçekleşmesi halinde, yani genel anlamda ortaklığın, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen şekilde birleşme veya devralma yahut paylarının halka arzı işlemine tabi olması halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 1(b) uyarınca; yatırımcı otomatik olarak “kazançların” (*proceeds*)¹⁷³ (i) yatırım veya (ii) adi paylara ödenecek bedel üzerinden hesaplanacak yatırım tutarının tasfiye bedeline (*liquidity price*)¹⁷⁴ bölümü ile hesaplanarak bulunacak pay sayısı için ödenecek bedel arasından daha fazla olana eşit kısmını, elden çıkarma olayının tamamlanmasından hemen önce veya tamamlanması anında muaccel olacak şekilde almaya hak kazanacaktır.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımı yapıldığı sırada müzakere süresini kısaltmak ve ertelemek adına, diğer yatırımcılara verilenler ile aynı hakların öngörülmesine ilişkin yaklaşımı elden çıkarma olayının gerçekleşmesinde de ortaya çıkmaktadır. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 1(b) hükmünün devamında, ortaklık paysahiplerinden herhangi birine elden çıkarma olayı sırasında alacağı kazançların şekli ve miktarı konusunda seçim hakkı tanınması halinde Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcısına da aynı hakkın tanınması gerekliliği öngörülmüştür.

¹⁷³ Kazanç (*proceeds*), Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 2 uyarınca, hukuken dağıtılmaya uygun tasfiye yahut birleşmede kalan ve dağıtılmaya uygun nakit veya diğer varlıkları ifade etmektedir.

¹⁷⁴ Tasfiye bedeli, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 2 uyarınca, yatırım sonrası değerlendirme tutarının Tek Tip Yatırım Sözleşmelerinde gösterilen menkul kıymetler toplamına bölünmesi ile elde edilen değeri ifade etmektedir.

1.3.1.3. Girişim Ortaklığının Faaliyetlerinin Sonlanması, Tasfiyesi veya Feshine ilişkin Faaliyetin Sonlanması Olayı (*Dissolution Event*)

1.3.1.3.1. Faaliyetin Sonlanması Olayı Kavramı

Faaliyetin sonlanması olayı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin tanımlar başlıklı 2'nci maddesinde (i) faaliyetlerin iradi olarak sonlanması, (ii) ortaklığın alacaklılarının yararına genel olarak devri (*general assignment*) veya (iii) iradi olarak yahut olmayarak, elden çıkarma olayı dışında, herhangi başka şekilde ortaklığın tasfiye edilmesi (*liquidation*), infisah etmesi (*dissolution*) veya feshedilmesi (*winding up*) anlamına gelmektedir.

Yukarıda açıklandığı üzere¹⁷⁵ Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, kaleme alınırken, ABD Hukuku'nda değiştirilebilir tahviller ile ortaya çıkan ve girişim ortaklığı üzerinde yapılan çekirdek yahut erken dönem yatırımının geri ödenmesi yükümlülüğün girişim ortaklığı üzerindeki olumsuz etkilerinin oluşmaması için bir çözüm düşünülmesi istenmiştir. Bu kapsamda, bir girişim ortaklığının karşılaşılabileceği ve yatırımcının ticari anlamda paya dönüşme yahut yatırım tutarının tümü veya bir kısmını geri alma sonucunun talebini bu kapsamda makul kılan bir olaylar sıralanarak, bu olayların gerçekleşme şartına bağlı sonuçlar öngörülmüştür. İşte, bu şartlardan sonuncusu Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, ortaklığın başka bir paya dayalı yatırım alması yahut birleşme, devralma, veya paylarının halka arzı gibi bir işleme konu olmaması halinde; ortaklığın devamı süresince bir noktada feshe konu olacağı inancı ile kaleme alınmıştır. Aslında, buradaki gayenin, girişim ortaklığının ticari olarak başarılı olması halinde, her ihtimalde ek bir yatırım alma yahut birleşme, devralma veya paylarını halka arz gibi bir yöntemle başvuracağına olan inançtır. Bunlar gerçekleşmediği ve ortaklığın başarısız olduğu veya herhangi bir sebeple faaliyetlerini sürdürmek istemediği takdirde de, ortaklık fesih edilecek ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcısı bu kapsamda bazı talep haklarına sahip olacaktır.

¹⁷⁵ Bkz. Bölüm 1.1.2.

Her ne kadar bu üç olay grubu ve dolayısıyla şartların, bir girişim ortaklığının faaliyetleri esnasında karşılaşılabileceği tüm ihtimalleri kapsadığı düşünülse de, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin en çok eleştirilen özelliklerinden biri, bir girişim ortaklığının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcılarından aldığı yatırım ve kendi özvarlıkları ile faaliyetlerine devam etmesi durumunda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcılarının, girişim ortaklığı feshedilene kadar hiçbir talep hakkına sahip olmamasıdır. Uygulamada, bazı avukatlar tarafından bu sorunun çözümü için Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ne hükümler eklenerek vade tarihleri eklendiği görülmektedir. Ancak, doktrinde, bu durum, kanımızca, haklı olarak eleştirilmekte ve vade tarihi eklenmiş bir Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yetine dönüştürülebilir tahvilin tercih edilmesinin ilgili yatırım ilişkisi açısından daha makul olacağı ifade edilmektedir¹⁷⁶.

1.3.1.3.2. Şartın Gerçekleşmesi Dolayısıyla Ortaya Çıkan Sonuçlar

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 1(c) uyarınca, Faaliyetin sonlanması olayının gerçekleşmesi halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcısı kendiliğinden Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde kazanç (*proceeds*) olarak tanımlanan ve ortaklığın feshi halinde kalan nakit ve diğer tüm varlıkları ifade eden tutarın yatırım tutarına eşit olan kısmını, faaliyetin sonlanması olayının tamamlanmasından hemen önce muaccel olacak şekilde almaya hak kazanacaktır.

Sonuçta, bu şartın gerçekleşmesi halinde, amaçlanan, yatırımcıya, yaptığı yatırım tutarının iade edilmesini sağlamaktır. Bu kapsamda, girişim ortaklığına, yatırımcının talebi üzerine belirli bir vadede geri ödeme yahut paya çevirme hakkı veren dönüştürülebilir tahvil (*convertible bond*) aksine, yalnızca, ortaklığın feshi durumunda ilgili yatırım tutarının geri alınması hakkının tanınması istenmiştir.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi uyarınca tasfiye yahut faaliyetin sonlanması olayının gerçekleşmesi durumunda, yatırım tutarının geri alınmasına ilişkin hükümlerin uygulanmasında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 1(d)'de gösterildiği üzere bu tutarın talebi, (i) girişim ortaklığının sözleşmeden yahut tahvil benzeri

¹⁷⁶ Coyle ve Green, **SAFE**, s. 117, dipnot 29.

borçlanma araçlarından kaynaklanan borçlarının alacaklılarına yapılacak ödemelere göre öncelikli olmayan; (ii) diğer Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yahut imtiyazlı paylara ilişkin yapılacak ödemelere göre aynı önceliğe sahip olan; (iii) adi paylara yapılacak ödemelere göre öncelikli olan ödemelerdir. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ve diğer imtiyazlı paylara ilişkin yapılacak ödemeler ile ilgili Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ödeme bakımından aynı öncelik seviyesine sahip olması sebebiyle, m. 1(d) kapsamında, tüm bu kişilere yapılacak ödemelerin ortaklık tarafından karşılanamaması halinde, normal şartlarda ödemenin tam olarak yapılmasındaki tutarlar gözetilerek bu ödeme tutarları oranında (*pro rata*) yapılması öngörülmüştür.

1.3.2. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile Yatırım Alan Girişim Ortaklığının Beyan ve Taahhütleri

1.3.2.1. Girişim Ortaklığının ABD Kanunları Uyarınca Kurulmuş Olması

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 3(a) uyarınca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapılacak ortaklık, kurulduğu eyaletin kanunlarına göre usulüne uygun olarak varlığını ve faaliyetlerini sürdürdüğüne; malvarlıkları üzerinde mülkiyet sahibi olmaya, bunları kiralamaya ve üzerlerinde işlemler gerçekleştirmeye ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin imza tarihinde sürdürdüğü şekli ile faaliyetlerini sürdürmeye yetkili olduğuna ilişkin beyanda bulunmaktadır.

Bu sayede, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni akdederek Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen yükümlülükleri üstlenen ortaklığın herhangi bir şekilde, malvarlıkları üzerinde tasarrufa yahut faaliyetlerini sürdürmeye yetkisi olmaması halinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcısının zararlarını tazmin hakkı doğabilecektir.

1.3.2.2. Girişim Ortaklığının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni İmzalama Yetkisi ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Geçerliliği

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 3(b) uyarınca, girişim ortaklığı, ilgili Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin akdedilmesi ve ifa edilmesine ilişkin yetkisi olduğunu ve girişim ortaklığı tarafından Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 3'de gösterilen işlemlerin (ilgili Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen yükümlülüklerin ifası için girişim ortaklığının onayları, uygulanan sermaye piyasası mevzuatında gösterilen şart yahut başvurular, ve ortaklık paylarının çıkarılması (veya çıkarılmasına yetki verilmesi) için gerekli ortaklık kararları haricindeki tüm karar ve onaylar) yapılarak onaylandığını taahhüt etmektedir. Ayrıca, girişim ortaklığı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, girişim ortaklığı bakımından yasal, geçerli ve bağlayıcı yükümlülükler doğurduğunu, hükümleri doğrultusunda, iflas, aciz veya genel olarak alacaklıların haklarını ve genel sermaye prensiplerini öne sürebilmesini etkileyen veya buna ilişkin genel uygulamalarla ilgili diğer mevzuat hükümleri uyarınca sınırlanan haller haricinde, girişim ortaklığına karşı öne sürülebilir (*enforcable*) olduğunu beyan etmektedir. Yine, standart Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin 3(c) maddesinde, girişim ortaklığı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde öngörülen işlemlerin ifa edilmesinin, girişim ortaklığına uygulanabilen önemli bir karar, kanun yahut kuralı ihlal etmediği ve etmeyeceği, girişim ortaklığının taraf olduğu önemli nitelikte bir borç yahut sözleşmeyi muaccel hale getirmediği (*acceleration of*) ve getirmeyeceği, ortaklığın herhangi bir taşınmazı, malvarlığı yahut geliri üzerinde herhangi bir takyidat kurulması veya ifa edilebilir hale gelmesine sebep olmadığı ve olmayacağı yahut ortaklığa ilişkin önemli bir izin, lisans veya ruhsatın engellenmesi, kaldırılması yahut yenilenmesinin gerçekleşmemesi sonucu doğurmadığı ve doğurmayacağı yönünde taahhütte bulunmaktadır.

Bu beyan ile, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, girişim ortaklığının gerekli işlemleri gerçekleştirilmemiş olması yahut geçersizliği veya ifa edilme imkanı olmadığı halde akdetmesi halinde, ortaklığın sorumluluğuna başvurulabilmesi amaçlanmıştır.

1.3.2.3. Girişim Ortaklığının Sahip Olduğu Fikri ve Sınai Mülkiyet Haklarına ilişkin Taahhütleri

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 3(e) uyarınca, girişim ortaklığı, bilgisi dahilinde, şu an yürütülen veya yürütülmesi önerilen şekliyle faaliyetlerini sürdürmek için gerekli olan tüm patent, marka, hizmet işareti, ticari unvan, telif hakkı, ticaret sırrı, lisans, bilgi, süreç ve diğer fikri mülkiyet haklarına ilişkin tüm yeterli hukuki hakları, (başkalarının haklarıyla çatışmayacak ve bunları ihlal etmeyecek şekilde) haiz olduğunu veya elinde bulundurduğunu (veya ticari olarak makul koşullarda elde edebilir olduğunu) taahhüt etmektedir.

Bu kapsamda, girişim ortaklığı ve dolayısıyla yatırımcılar için çok önemli olan girişim ortaklığının fikri ve sınai mülkiyet hakları üzerinde, girişim ortaklığının tasarruf yetkisi bulunmaması halinde yatırımcının uğrayabileceği zararlar gözetilerek, bu kapsamda, girişim ortaklığının sorumluluğuna başvurulabilmesi amaçlanmıştır.

1.3.3. Yatırımcının Beyan ve Taahhütleri

1.3.3.1. Yatırımcının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni Akdetme Yetkisine ilişkin Beyan ve Taahhütleri

Yatırımcı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 4(a) kapsamında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni akdetmek ve buradaki yükümlülüklerini yerine getirmek için gerekli yetki ve hukuki kapasiteye sahip olduğunu beyan etmektedir.

1.3.3.2. ABD Sermaye Piyasası Hukuku kapsamında Yatırımcının Akredite Yatırımcı Olmasına İlişkin Beyan ve Taahhütleri

Yatırımcı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 4(b) kapsamında, Yatırımcı, ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu (*Securities Act*) Düzenleme D (*Regulation D*) Kural 501 (*Rule 501*) kapsamında tanımlanan anlamda nitelikli yatırımcı (*accredited investor*) olduğunu ve pay tabanlı finansman sağlanması anında nitelikli yatırımcı olmaması durumunda girişim ortaklığının işbu Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni

geçersiz kılabileceğini ve yatırım tutarını iade edebileceğini beyan ve kabul etmektedir.

Bu kapsamda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ilgili sermaye piyasası mevzuatında gösterilen istisnalar kapsamında değerlendirilmesi ve kayıt ile onay yükümlülüklerinin bir kısmına tabi olmadan girişim ortaklığı tarafından çıkarılabilmesi amaçlanmaktadır.

Bu kapsamda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 4(b)'nin devamında, yatırımcının, işbu Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ve ilgili sermaye piyasası araçlarının ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu veya herhangi bir eyalet sermaye piyasası araçları kanunu kapsamında kayıtlı olmadığı ve dolayısıyla ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu veya yürürlükte olan eyalet menkul kıymetler kanunları kapsamında kayıtlı hale getirilmediği veya bu kayıt yükümlülüklerinde herhangi bir istisna tanınmadığı halde tekrar satılamayacağı hususunda bilgilendirilmiş olduğu da ifade edilmektedir. Ayrıca, yatırımcı, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ve kapsamındaki sermaye piyasası araçlarını yatırım amacıyla kendi hesabına aldığını; temsilci veya vekil olarak, ve tekrar satmak maksadıyla veya dağıtmak için almadığını; ayrıca yatırımcının an itibariyle bunları satmak, katılım sağlamak veya dağıtmak gibi bir niyeti bulunmadığını da beyan etmektedir.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 4(b)'nin devamında, ayrıca, yatırımcı, finansal ve işle ilgili konularda bilgi ve deneyime sahip olduğunu ve yatırımın değerini ve risklerini değerlendirebilecek yeterlilikte olduğunu; yatırımın tamamen kaybedilmesi halinde finansal durumu zarar görmeksizin zararı karşılayabilecek durumda olduğunu ve bu yatırımın ekonomik riskini belirsiz süreyle taşıyabilecek durumda olduğunu taahhüt etmektedir.

Bu kapsamda, hem yatırımcının, bilgi ve deneyim eksikliği ve benzeri sebeplere dayanmasının, hem de ABD sermaye piyasası Hukuku'nda gösterilen yükümlülük ve sorumluluklarına ilişkin olarak bilgilendirilmesi sağlanmakta ve bu kapsamda girişim ortaklığının sorumluluğuna başvurulamaması amaçlanmaktadır.

1.3.4. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Diğer Bazı Hükümleri

1.3.4.1. Paya Dönüştürme Gerçekleşmeden Yatırımcının Paysahibi Sifatını Haiz Olmaması

Standart Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 5(c) uyarınca, yatırımcının, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin hamili olarak, oy verme veya (vergisel amaçlar haricinde) herhangi bir amaçla pay sahibi sayılma hakkına sahip olmadığı ifade edilmiş; ayrıca, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kapsamındaki hiçbir hükmün yatırımcıya girişim ortaklığı paysahiplerinin haklarını veya yönetim kurulu üyelerinin seçimi veya girişim ortaklığı paysahiplerine söz hakkı tanınan konularda oy verme veya ticari işlemlerde izin verme veya toplantılara ilişkin bildirim alma haklarını, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi kapsamında belirlenen koşullarda paylar çıkarılana kadar, vermediği açıkça belirtilmiştir.

Bu kapsamda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, paysahiplerine sağlanmış olan hakları sağlamadığı tekrar vurgulanmaktadır.

Ancak, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 5(c)'nin devamında, girişim ortaklığının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin henüz geçerliliğini koruduğu sürede (yani şartlardan birinin gerçekleşerek şarta bağlı sonucun ifa edilmediği sürede), girişim ortaklığı tarafından çıkarılmış (*outstanding*) adi paylara kâr payı dağıtması halinde, girişim ortaklığının, aynı anda, yatırımcıya da yatırımcının yaptığı yatırım tutarının tasfiye bedeline bölünmesi ile bulunacak pay sayısına orantılı olarak kâr payı dağıtması öngörülmüştür.

Böylece, herhangi bir paya dayalı yatırım turundan önce, kurucuların sahip olduğu adi paylar üzerinde kâr dağıtılarak, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapan yatırımcıların, yatırımdan bekledikleri menfaatlerin azalmasının önüne geçilmek istenmiştir.

1.3.4.2. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Kural olarak Devredilemezliği

Standart Tek Tip Yatırım Sözleşmesi m. 5(d) uyarınca, ne Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, ne de Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen hakların, herhangi bir tarafça diğer tarafın yazılı izni olmaksızın devir veya temlike konu olamayacağı ifade edilmektedir. Buna ilişkin istisnalara ise (örneğin, yatırımcının kontrolüne sahip olduğu yatırım fonlarına devir) yine maddenin ilerleyen bölümlerinde yer verilmiştir.

Devir yasağı ile amaçlanan, belirli şartların gerçekleşmesi halinde girişim ortaklığında pay sahibi olma ihtimali olan kişilerin belirli olmasıdır. Şüphesiz, daha sonra ortaklıktan pay edinme hakkını haiz olacak ve dolayısıyla pay sahibi sıfatı kazanacak bir yatırımcının tanınmasında girişim ortaklığının ve kurucuların önemli bir menfaati bulunmaktadır. Çünkü, sonraki yatırım turunda alınan yatırımla dahi, girişim ortaklığı pay sahipleri çevresi nispeten dar bir ortaklıktır.

Devir yasağı, ilgili Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin tedavül gücünü ortadan kaldırmaktadır. Bu da, yatırımcının, ilgili sermaye piyasası aracını üçüncü kişilere devretme ve girişim ortaklığı ile arasındaki yatırım ilişkisini bu vesileyle sona erdirmeye şansını ortadan kaldırmaktadır.

1.4. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile Yatırım Yapan Yatırımcıların, Girişim Ortaklığı tarafından Yapılacak Sermaye Artırımına Aynı Oranda Katılma Hakkına ilişkin Yapılan Ek Sözleşme

Y Combinator tarafından kullanıma sunulan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin yatırım öncesi değerlendirme içeren ilk halinde, paya dayalı finansman sağlanması amaçlı yatırım turuna katılma hakkı veren hükümlerin (*pro rata right*) üzerinde en çok müzakere edilen ve değişikliğe tabi tutulan hükümler olması ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yapan yatırımcılar ve yatırım alan girişim ortaklıklarının yatırım amaçları doğrultusunda bu hakka farklı yaklaşımlar göstermeleri ve yanlış

anlaşılmalara sebep olması¹⁷⁷ üzerine, yatırım sonrası değerlendirme içeren standart Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde bu hakka yer verilmemiş, bunun yerine Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile imzalanabilecek, bir sayfa uzunluğunda ek bir standart sözleşme oluşturulmuştur¹⁷⁸.

Uygulamada, bu sözleşme, özellikle, yatırımcının strateji ve kaynakları gözetildiğinde, takip eden yatırımlar yapılmasının önemli ve makul olduğu düşünüldüğü takdirde imzalanmaktadır¹⁷⁹.

Genel anlamda, bu sözleşme ile, yatırımcıya, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile, yatırım sonrası değerlendirme tavanının üzerinde bir değerlendirme yapılması durumunda sahip olacağı pay oranında, ilgili yatırım turunda da pay alma hakkı verilmektedir. Örnek vermek gerekirse, bir Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcısı, 8 Milyon Amerikan Doları yatırım sonrası değerlendirme tavanı ile 800.000 Amerikan Doları Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile yatırım yaparsa, sonraki paya dayalı yatırım turu (bu yatırım turunda daha yüksek bir değerlendirme ile yatırım alınması durumunda) gerçekleşmeden önce, girişim ortaklığında %10 paya sahip olacaktır. Ancak, bu kişi paya dayalı yatırım turuna katılmaya ilişkin sözleşmeyi akdetmemiş ise, yatırım turuna katılmadığı için, ilgili pay oranında bir düşüş gerçekleşecektir. Ancak, bu sözleşmenin imzalanmış olması halinde, örneğin, girişim ortaklığı bu yatırım turunda (Seri A) toplam 5 milyon Amerikan Doları yatırım alıyorsa, bu sözleşme ile ilgili yatırım turuna katılmaya hak kazanmış olan kişi, ilgili 5 milyon Amerikan Doları yatırım içinde sözleşmesel olan %10 yani 500.000 Amerikan Doları yatırım yaparak ilgili payları edinmeye hak kazanacaktır¹⁸⁰.

¹⁷⁷ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 3. Burada, örneğin, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile 10 melek yatırımcının her birinden 50.000 Amerikan Doları yatırım alınması veya bir profesyonel yatırım şirketinden tek seferde 2.000.000 Amerikan Doları yatırım alınması durumunda, bu iki yatırımcının ve girişim ortaklığının ilgili hakka ilişkin farklı beklentileri olabildiği paylaşılmıştır.

¹⁷⁸ **Ibid.**, s. 3, 14.

¹⁷⁹ Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**, s. 6.

¹⁸⁰ **Ibid.**, Ek-2, soru 1.

1.5.Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile Yatırımcı ve Girişim Ortaklığı arasında Kurulan Hukuki İlişkinin Özetlenmesi

Yukarıda yapılan incelemeler doğrultusunda anlaşılabileceği üzere, Türk Hukuku'na ilişkin incelemelere geçilmeden önce ABD Hukuku kapsamında Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile sağlanması amaçlanan hukuki durumun genel anlamda özetlenmesi, Türk Hukuku'nda bu hukuki durumun yaratılıp yaratılamayacağı noktasındaki değerlendirmeler açısından faydalı olacaktır. Bu kapsamda, özet niteliğinde hukuki durum incelenmek istenirse:

- (i) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi yatırımcı ile girişim ortaklığı arasında akdedilmektedir;
- (ii) Yatırımcı ve girişim ortaklığı standart metnin dışında yalnızca (a) yatırım tutarı, (b) paya dönüşmede uygulanacak hesaplama kullanılmak üzere bir değerlendirme tavanı, (c) yeni yatırım turunda yapılacak olan sermaye artırımına katılma hakkını veren ek sözleşmenin imzalanması hususunda karar vererek (a) ve (b) bentlerindeki hususları Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ne işlerler;
- (iii) Yatırımcı, yatırımı doğrudan girişim ortaklığına yapar ve nakit yatırım tutarı girişim ortaklığı hesaplarında saklanarak girişim ortaklığı tarafından kullanılır;
- (iv) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen üç kategoride özetlenmiş şartlardan birinin gerçekleşmesi halinde Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde öngörülen sonuçlar kendiliğinden ortaya çıkar. Bunlar genel anlamda (a) pay senedi çıkarılmasına dayalı bir yatırım turu yapılması halinde paya dönüştürme; (b) ortaklığın devri, birleşmeye konu olması veya paylarının halka arzı halinde alınacak ilgili kazanç payını elde etme veya (c) girişim ortaklığının feshi halinde Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde yapılan yatırım tutarının geri alınması veya

yeterli kaynak bulunmaması halinde gösterilen usule göre elde edilecek tasfiye payını elde etmektir;

- (v) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde bir sözleşme süresi, fesih tarihi yahut fesih hakkı bulunmamaktadır. Bu sebeple, ilgili şartlardan biri gerçekleşmediği halde yatırımcının, girişim ortaklığından herhangi bir talep hakkı doğmaz;
- (vi) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi bir gelecekte belirlenebilir bir fiyattan alım hakkı içeren (*future right*) dönüştürülebilir sermaye piyasası aracıdır (*convertible security*). Ancak ABD Hukuku'nda genel olarak sağlanan ve nitelikli yatırımcıya yapılan satışlardaki istisnalar sebebiyle ilgili sermaye piyasası mevzuatlarına göre tescil edilmeleri gerekmez veya ön bir izin prosedürüne tabi olmaksızın çıkarılabilirler.

2. TÜRK HUKUKU'NDA UYGULANAN GİRİŞİM ORTAKLIKLARINA FİNANSMAN SAĞLANMASI YÖNTEMLERİ VE BUNLARIN TEK TİP GİRİŞİM YATIRIMI SÖZLEŞMESİ'NİN ABD HUKUKU'NDA SAĞLADIĞI HUKUKİ SİSTEM İLE KARŞILAŞTIRILMASI

2.1. Türk Hukuku'nda Girişim Ortaklıkları Yatırımlarına ilişkin Hukuki Düzenlemeler

Türk Hukuku'nda girişim ortaklarına yapılan yatırım tutarları ve sayısı her gün artmakta ve bu kapsamda girişim sermayesi yatırımları desteklenerek mevzuatımızda bazı değişiklikler yapılmaktadır. Türk Hukuku'nda girişim ortaklıklarına yatırımlar gerçek veya tüzel kişiler tarafından doğrudan girişim ortaklığına borca veya paya dayalı finansman sağlanması yoluyla gerçekleştirilebilmektedir. Bunun yanında, özellikle teknoloji üretiminin desteklenmesi ve girişimlere finansman sağlanması amaçları gözetilerek SPK düzenlemeleri kapsamında yatırımcıların girişim sermayesi yatırım ortaklıkları paylarını iktisap ederek veya girişim sermayesi yatırım fonları katılım payları olarak girişim ortaklıklarına yatırım yapmalarına imkanı da tanınmıştır. İlgili yatırımları gerçekleştiren yatırım ortaklığı yahut işletilen fonlara ilişkin portföy işletmeciliğinden doğan kazançlara bazı vergisel teşvikler sağlanmaktadır¹⁸¹.

Türk Hukuku'nda girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin olarak gözlemlenen en önemli gelişmelerden biri SPK tarafından çıkarılmış ve 6 Temmuz 1993 tarihli ve 21169 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir. İlgili tebliğin yayımlanmasını takip eden dönemde bazı risk sermayesi yatırım ortaklıkları kurulmuştur.

¹⁸¹ Bkz. SPK, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tanıtım Rehberi (<https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/206>).

Günümüzde ise, girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin SPK tarafından çıkarılmış iki temel Tebliğ bulunmaktadır. Bunlardan ilki, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin yerini alan ve 9 Ekim 2013 tarihli ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'dir. III-48.3 sayılı Tebliğ ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet esasları belirlenmiştir. Tebliğ m. 4 uyarınca girişim sermayesi yatırım ortaklığı *“girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliği yolu ile dönüşen, Kanunun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumudur”*. İlgili tanımdan da anlaşılabileceği üzere, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarını diğer yatırım ortaklıklarından ayıran temel unsur, bu ortaklıkların girişim sermayesi yatırımı yapma amacını taşıması ve bu amacını yerine getirmek üzere pay ihraç etmesidir¹⁸². III-48.3 sayılı Tebliğ m. 22(1)b uyarınca, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, ortaklık aktif toplamının en az %51'i oranında yatırımlarını girişim sermayesi yatırımlarına yapmak zorundadırlar. Tebliğ'de ilgili girişim sermayesi yatırımlarının nitelikleri ise m. 21'de belirlenmiştir. Buna göre yatırım yapılacak girişim ortaklıklarının *“sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir”*.

III-48.3 sayılı Tebliğ m. 21(3) kapsamında, girişim sermayesi yatırımı girişim ortaklıklarına hangi hukuki işlemler yoluyla yatırım yapılabileceğine ilişkin sınırlamalar da getirilmiştir. Buna göre, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yatırım yöntemlerinden bazıları: girişim ortaklıklarına sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak yahut girişim ortaklıklarının kurucusu olmak; girişim ortaklıklarının ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapmak; girişim ortaklıklarına borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman sağlamak

¹⁸² Salih Tayfun İnce, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi**, 1. Bası, İstanbul, 2019.

yahut diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına ve girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarına yatırım yapmaktır. Görüldüğü üzere, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına, girişim ortaklıklarına yatırım yapmak için pek çok imkan tanınmıştır. İlgili yatırımlar gerçekleştirilirken, girişim ortaklıkları ile girişim ortaklıkları yatırım ortaklıkları arasında imzalanacak sözleşmelere ilişkin bazı esaslara ise III-48.3 sayılı Tebliğ m. 23 kapsamında yer verilmiştir. Buna göre, ortaklık hakkı veren girişim sermayesi yatırımları için bir pay sahipliği sözleşmesi yapılması öngörülmüş ve bu kapsamda sözleşmede yer alması gereken unsurlar sıralanmıştır. III-48.3 sayılı Tebliğ m. 23(2) uyarınca *“Pay sahipliği sözleşmesinde girişim şirketinin yönetimi hususu başta olmak üzere, ortaklığın ve girişim şirketinin mevcut ortaklarının hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi zorunludur. Ayrıca söz konusu pay sahipliği sözleşmesinde ortaklığın 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”*. Borç ve sermaye finansmanı karması olan finansmana ilişkin olarak ise göre III-48.3 sayılı Tebliğ m. 23(4) uyarınca yalnızca bir sözleşme düzenlenmesi öngörülmüş, sözleşmenin içeriğine ilişkin hususlar ayrıntılı olarak düzenlenmemiştir.

III-48.3 sayılı Tebliğ’den anlaşılabileceği üzere, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, girişim ortaklıklarına yapacakları yatırımlarda, yatırımın niteliğine göre tek tip sözleşmeler kullanmaları önünde bir engel bulunmamaktadır¹⁸³. Ayrıca, Tebliğ’in yatırımları yalnızca ortaklık hakkı veren yatırımlarla sınırlandırmamış olması sebebiyle farklı hukuki işlemler aracılığı ile yatırım yapılması mümkündür.

III-48.3 sayılı Tebliğ m. 5 uyarınca, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması ve mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayeleri ile özsermayelerinin her birinin 20.000.000 TL’den az olmaması gerekmektedir. Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarında, yatırımcılar girişim

¹⁸³ Yatırım sözleşmelerinde özellikle *“girişimci tarafın ya da girişim şirketinin maddî ve gayri maddî malvarlığının mülkiyetinin kendisine ait olduğuna dair taahhüt ve beyanlar, girişimci tarafın ya da girişim şirketinin faaliyetlerini ilgilendirebilecek hukukî takip ve davalara dair beyanlar, girişim şirketinin yöneticilerine, çalışanlarına, pay sahiplerine ya da diğer personele ve bunlar arasındaki sözleşmelere ilişkin yatırımı ilgilendiren bilgiler, girişim şirketinin daha önce yatırım almak için müzakere ettiği yatırımcılara ilişkin yatırımı ilgilendiren bilgiler ve tarafların bu sözleşmede sundukları bilgilerin doğru olduğuna dair taahhütler”* yer aldığına ilişkin olarak bkz. İnce, s. 46; İlhan Uludağ, **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**, İstanbul, 1996, s. 70.

sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarını iktisap etmektedir. Bu doğrultuda, yatırımcıların, girişim sermayesi yatırım ortaklığı paylarının değer kazanması durumunda ilgili payları satma, yahut kâr payı ile gelir elde etme imkanı bulunmaktadır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları III-48.3 sayılı Tebliğ m. 11 uyarınca paylarını halka arz yoluyla satabilecekleri gibi, m. 12 uyarınca paylarını satışını yalnızca nitelikli yatırımcılara yapılmasını da kararlaştırabilirler¹⁸⁴.

SPK tarafından 2019 yılı Ekim ayında açıklanan verilere göre, Türkiye’de 7 adet girişim sermayesi yatırım ortaklığı bulunmaktadır ve bunların toplam 1.894.562.522,40 Türk Lirası piyasa değeri vardır. İlgili ortaklıkların kayıtlı sermaye tavanı 2.902.750.000 Türk Lirası, çıkarılmış sermayeleri ise 659.202.480 Türk Lirası tutarındadır¹⁸⁵.

Girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin SPK tarafından çıkarılmış ikinci tebliğ ise 2 Ocak 2014 tarihli ve 28870 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği’dir. III-52.4 sayılı Tebliğ m. 4 uyarınca girişim sermayesi yatırım fonu “*Kanun hükümleri uyarınca nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para ya da iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, üçüncü fıkra da belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla Kuruldan faaliyet izni alan portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı*” olarak tanımlanmıştır. Tanımdan da anlaşılabileceği üzere, girişim sermayesi yatırım fonları ancak portföy yönetim şirketleri veya girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından kurulabilecektir. III-52.4 sayılı Tebliğ m. 13 uyarınca, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının paylarının halka arzının aksine, fon katılma payları yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabileceği düzenlenmiştir.

¹⁸⁴ III-48.3 sayılı Tebliğ m. 12(4)c uyarınca, Paylarını sadece nitelikli yatırımcılara satan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının, kuruluşta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile özsermayesinin her birinin 5.000.000 TL’den az olmaması şarttır.

¹⁸⁵ Bkz. <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>.

III-52.4 sayılı Tebliğ m. 19(1)a uyarınca, fonun toplam değerinin en az %80'inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımdan oluşması zorunlu tutulmuştur¹⁸⁶.

III-52.4 sayılı Tebliğ kapsamında girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin girişim şirketlerine ve girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin esaslar, III-48.3 sayılı Tebliğ kapsamında girişim sermayesi yatırım ortaklıkları için öngörülen esaslarla paralellik taşımaktadır. Bu kapsamda, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına benzer olarak girişim sermayesi yatırım fonları kapsamında girişim ortaklıklarına yapılacak yatırımlarda, yatırımın niteliğine göre tek tip sözleşmeler kullanılması önünde bir engel bulunmadığı yönündeki görüşümüz bu fonlar için de geçerli olacaktır.

Nitelikli yatırımcılar, girişim sermayesi yatırım fonlarına, ilgili fonların katılma paylarını satın alarak yatırım yapmaktadırlar. Fon katılma paylarının değerinin yükselmesi halinde, yatırımcılar bu değer artışından bir gelir elde amacını taşımaktadır.

SPK tarafından 2019 yılı Ekim ayında açıklanan verilere göre, 18 adet girişim sermayesi yatırım fonu bulunmaktadır ve bunların toplam değeri 1.643.156.915,88 Türk Lirası'dır¹⁸⁷. Fonlara yatırım yapan yatırımcı sayıları toplandığında ise, toplam 146 yatırımcı bulunduğu gözlemlenmektedir¹⁸⁸.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı payı yahut girişim sermayesi yatırım fonu katılım payı iktisap eden yatırımcılar, ilgili ortaklık veya portföy yönetim şirketinin yatırım yaptığı girişim ortaklıklarının seçimi veya yatırım strateji ve tutarlarının belirlenmesinde doğrudan bir yol almamaktadırlar. Bu kapsamda, doğrudan girişim ortaklıklarına bireysel yatırım yapmak isteyen yatırımcıların melek yatırımcı olarak girişim ortaklıklarına finansman sağladığı yahut birden çok melek yatırımcının bir araya gelerek birlikte girişim ortaklıklarına yatırım yaptığı görülmektedir. 15 Şubat

¹⁸⁶ III-52.4 sayılı Tebliğ m. 19(1)b uyarınca “fonun, bir hesap dönemi içinde; KOBİ Yönetmeliğinde yer alan nitelikleri sağlayan girişim şirketlerine doğrudan yaptığı yatırımların, fon toplam değerinin %10'unu geçmesi halinde birinci fıkranın (a) bendinde yer alan yatırım sınırı %51 olarak” uygulanacaktır.

¹⁸⁷ Bkz. <https://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylikIstatistikBultenleri>.

¹⁸⁸ İlgili istatistiklerde toplam sayıya yer verilmediği için aynı nitelikli yatırımcının birden fazla fona yatırım yapmış olabileceği gözden kaçırılmamalıdır.

2013 tarih ve 28560 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik ile girişim ortaklıklarına erken dönem yatırım yapan melek yatırımcılar, bireysel katılım yatırımcısı olarak tanımlanmış ve m. 3 kapsamında bu kişilerin “*Kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişileri*” ifade ettiği belirtilmiştir. Yönetmelik ile bireysel katılım yatırımcılarının bazı kıstasları sağlamaları halinde bireysel katılım yatırımcısı lisansı alabilecekleri öngörülmüş ve bu doğrultuda bir takım vergisel avantajlardan yararlanmalarına imkan sağlanmıştır. İlgili Yönetmelik kapsamında 2013 yılından bu yana bireysel katılım yatırımcısı lisansı alan kişi sayısı 2019 yılının ilk üçüncü ayı itibarıyla 476’dır¹⁸⁹, 2019 yılı verilerine göre melek yatırımcı ağı sayısı ise 15’tir¹⁹⁰.

Türkiye’de melek yatırımcılar ve erken dönem yatırım yapan risk sermayesi yatırımı şirketleri (*venture capital*) tarafından yapılan ve açıklanan yatırımların 2017 yılı için 112,2 milyon Amerikan Doları, 2018 yılı içinse 58,7 milyon Amerikan Doları tutarında olduğu ifade edilmektedir¹⁹¹.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları veya girişim sermayesi yatırım fonlarına ilişkin sermaye piyasası düzenlemelerine tabi olmayan ve bireysel olarak yatırım yapan gerçek ve tüzel kişiler, girişim ortaklıklarına yapacakları yatırımlarda sözleşmenin içeriğini Türk Borçlar Kanunu m. 26 uyarınca, kanunlarda öngörülen sınırlar içinde kalmak kaydı ile serbestçe belirleyebilecektir. Bu bakımdan, ilgili yatırımcıların, bu yatırımlarını tek tip sözleşmeler ile yapmaları önünde hukuki bir engel bulunmamaktadır.

Girişim ortaklıklarına yapılan yatırımlara ilişkin yeni bir gelişme de, kitle fonlaması platformlarına ilişkin olarak karşımıza çıkmaktadır. Kitle fonlaması, genel anlamda, ile girişimcilerin projelerini gerçekleştirmek için internet üzerinden açık bir çağrı yaptığı ve ulaşılan çok sayıda kişiden az miktarlarda para veya farklı katkılar

¹⁸⁹ Türkiye Cumhuriyeti Hazine ve Maliye Bakanlığı, BKS İlerleme Raporu, 2019 yılı 1. Çeyrek, 2019, s. 3, <https://ms.hmb.gov.tr/uploads/2019/05/BKS-İLERLEME-RAPORU-1.Çeyrek.pdf> adresinden ulaşılabilir.

¹⁹⁰ Startup Watch, s. 11.

¹⁹¹ Startup Watch, s. 13.

toplanarak finansman sağlandığı bir modeli tanımlamaktadır¹⁹². Kitle fonlaması, sermaye piyasası hukukumuzda ise SerPK’da 28 Kasım 2019 tarihi ile yapılan değişiklik ile girmiştir. Buna göre, kitle fonlaması SerPK m. 3(1)z uyarınca “*Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasını*” ifade etmektedir. SerPK m. 35/A, kitle fonlaması faaliyetlerinin kitle fonlama platformları aracılığıyla yürütülmesini öngörmüştür. SerPK’ya kitle fonlamasına ilişkin olarak eklenen maddelerin ardından, 3 Kasım 2019 tarihli ve 30907 sayılı Resmi Gazete’de III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği yayımlanmıştır. III-35/A.1 sayılı Tebliğ ile Tebliğ’de gösterilen özellikleri haiz girişimcilerin ve girişim ortaklıklarının, SPK tarafından listeye alınmış kitle fonlaması platformları nezdinde, ilgili platformun yatırım komitesinin olumlu değerlendirmesinin ardından fon toplamalarına ilişkin usuller düzenlenmiştir. III-35/A.1 sayılı Tebliğ m. 16(1) uyarınca, fon toplama sermaye artırımını suretiyle çıkarılacak payların halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir. Bu bakımdan, paya dayalı kitle fonlaması yalnızca girişimcilere ve girişim ortaklıklarına tanınmış kolaylaştırılmış bir halka arz olarak nitelendirilebilir.

III-35/A.1 sayılı Tebliğ ile fon toplanmasına ilişkin hem yatırımcılar hem de girişim ortaklıkları açısından bazı sınırlar öngörülmüştür, örneğin, m. 15 uyarınca nitelikli yatırımcı olmayan gerçek kişiler, bir takvim yılı içerisinde paya dayalı kitle fonlaması yoluyla azami 20.000 Türk Lirası yatırım yapabilecektir¹⁹³, m. 16(8) uyarınca 1.000.000 Türk Lirasını aşan fon taleplerinde, hedeflenen fonun en az %10’una tekabül eden tutarın kampanya süresi içerisinde nitelikli yatırımcılar tarafından karşılanmış olması zorunlu tutulmuştur. Bunun yanında, III-35/A.1 sayılı Tebliğ nitelikli yatırımcılar lehine bazı istisnai hükümlere de yer vermektedir. Örneğin m. 16(3) uyarınca, paylar üzerinde imtiyazın yalnızca nitelikli yatırımcı lehine tanınabileceği öngörülmüştür.

¹⁹² Konuya ilişkin ayrıntılı bilgi ve kitle fonlamasının çeşitli tanımlarına ilişkin bkz. Aslı Vural, **Girişimciler için Yeni Nesil Bir Finansman Modeli “Kitle Fonlaması - Crowdfunding”: Dünya ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme ve Model Önerisi**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul, 2015 S. 57 vd.

¹⁹³ Maddenin devamında, bu sınırın 100.000 Türk Lirasını aşmamak kaydıyla yatırımcının platforma beyan ettiği yıllık net gelirin %10’u olarak uygulanabileceği belirtilmektedir.

III-35/A.1 sayılı Tebliğ ile SPK kitle fonlamasının yalnızca paya dayalı olarak yapılmasına ilişkin düzenlemelere yer vermiş ve m. 12(1) kapsamında kitle fonlaması platformlarının paya dayalı kitle fonlaması dışında herhangi bir sermaye piyasası aracı karşılığında kitle fonlaması faaliyeti yürütemeyeceklerine hükmetmiştir. Bu kapsamda, kitle fonlaması platformlarında borçlanma araçlarının ve dolayısıyla paya dönüştürülebilir tahvil yahut finansman bonosu gibi araçların halka arzı veya satışı mümkün olmayacaktır.

Paya dayalı kitle fonlamasına ilişkin düzenlemelerin girişim ortaklıklarının finansmana ulaşması noktasında yeni bir fırsat yarattığı aşıkardır. Ancak, 1.000.000 Türk Lirası'nın üzerindeki yatırımlar için nitelikli yatırımcının belli bir oranda yatırım yapma zorunluluğu getirilmiş olması, kanımızca, yalnızca paya dayalı finansmana erişimi bulunan girişim ortaklıklarının paya dayalı kitle fonlaması yoluyla finansman toplayabilmesi sonucunu doğurabilecektir. Bununla birlikte, III-35/A.1 sayılı Tebliğ'de pay dışında hiçbir sermaye piyasası aracının ihracı yoluyla kitle fonlaması faaliyeti yapılamayacağına ilişkin hüküm sebebiyle, girişim ortaklığının değerlemesinin tamamlanması ve nitelikli yatırımcılarla paysahipleri sözleşmelerinin akdedilmesi gerekliliği bu kitle fonlaması yoluyla yatırım toplanması durumunda da ortadan kalkmamaktadır.

2.2.Türk Hukuku'nda Girişim Ortaklıklarına Finansman Sağlanması Yöntemleri

Anonim ortaklıklar, faaliyetleri sırasında finansman ihtiyaçlarını karşılamak için sermayelerini, kanuni ve serbest yedek akçelerini yani özvarlığını kullanabileceği gibi, sermaye artırımını yoluna da gidebilir veya borç (ödünç) alma yoluna başvurabilir¹⁹⁴. Bu borç, “kredi” yani belirli bir tutarın faiz karşılığında kullanım hakkı verilmesine ilişkin ödünç sözleşmesi ile sağlanabilmektedir. Krediler, genellikle, bu işle uğraşan işletmelerden yani bankalardan sağlanır¹⁹⁵. Kısa vadeli krediler genellikle anonim ortaklığın kısa dönemli nakit ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla ve ödeme vadesi uzun

¹⁹⁴ Oğuz İmregün, **Kara Ticareti Hukuku Dersleri**, 12. Bası, 2001, İstanbul, s. 429.

¹⁹⁵ **Ibid.**, s. 429.

alacaklar yahut senetler teminat gösterilerek, ortaklığın ticari faaliyetlerini sürdürmek için kullanılır. Bununla birlikte, işletmenin genişlemesi, yeni makine ve teçhizat alımı, projeler için çalışan sayısının artırılması, araştırma geliştirme faaliyeti sürdürerek mevcut ürün veya hizmetlerini iyileştirme yahut yeni ürün veya hizmetler ortaya çıkarmak üzerine çalışması halinde, kullanılacak krediler ve bu vasıta ile yapılacak harcamaların kısa zamanda getiri elde edecek imkanlara dönüşmesi ve dolayısıyla kredinin kısa zamanda geri ödenmesi mümkün değildir ve girişimciler bu “yatırım”lar için uzun, yahut orta vadeli kredilere ihtiyaç duyarlar¹⁹⁶. Hatta, günümüzde girişimcilerin yatırımcılardan finansman almaya başladıkları erken dönemlerde, ürün yahut hizmetlerin ortaya çıkıp çıkamayacağına yönelik araştırma ve geliştirme faaliyetleri de bu yatırımlar ile finanse edilmekte ve bu sebeple ilgili yatırım tutarının geri ödenmesi imkanının hiç gerçekleşmemesi olasılığı bulunmaktadır.

Banka ve ilgili finans kuruluşlarının, bu orta veya uzun vadeli kredileri sağlama olanakları kısıtlıdır¹⁹⁷. Hatta bankaların kredi verirken, ilgili kredinin geri ödenebilirliğine ilişkin değerlendirmeler yapma ve gerekli teminatları alma zorunluluğu¹⁹⁸, girişimcilere bu tür kredilerin verilmesini neredeyse imkansız bir hale getirmektedir. Girişimlere bu tür krediler yatırım bankaları tarafından sağlanabilecektir, ancak, bu tip kredilerin arzı da çok sınırlıdır¹⁹⁹.

Bu durumda, anonim ortaklıklar, bu yatırım ihtiyaçlarını karşılamak için, genel anlamda borçlanma senedi ihracı (örneğin tahvil çıkarma) veya sermaye artırım yollarından birini tercih edebilecektir²⁰⁰. Bu kapsamda, girişim ortaklıkları açısından yapılacak değerlendirmeler, ABD Hukuku’nda yapılan, bir yanda ortaklığın borç

¹⁹⁶ **Ibid.**, s. 429, 430; Bankaların sağladıkları kredilere ilişkin olarak bkz. Ünal Tekinalp, **Ünal Tekinalp’in Banka Hukuku’nun Esasları**, 2. Bası, İstanbul, 2009, n. 24-01 vd.

¹⁹⁷ İmregün, s. 430; Bankacılık hukukunun risk yaklaşımını benimsesine ilişkin olarak, bkz. Tekinalp (Banka Hukukunun Esasları), n. 24-03.

¹⁹⁸ Tekinalp (Banka Hukukunun Esasları), n. 24-01, 24-03: 5411 sayılı Bankacılık Kanunu’nda kredilere ilişkin olarak benimsenmiş olan yaklaşımın esası risk yaklaşımıdır. Bankacılık Kanunu’nda, kredi sistemi riski en alta indirmek ve dağıtmak üzerine kurulmuştur. Bankaların kredi düzenine ilişkin risk yaklaşımı kurallara bağlanmış, bu kapsamda risk grupları tanımlanmış ve risk grubu için öngörülen kredi yasakları ve sınırlamalarına yer verilmiştir. Ayrıca Bankacılık Kanunu m. 53’te gösterildiği üzere, bankaların, krediler ile ilgili doğmuş veya doğması muhtemel zararların karşılanması için yeterli oranda karşılık ayırması, krediler için garanti ve teminat alması ve kredilere ilişkin birçok unsur ve sonucu sürekli ölçümlemesi ve gözlemlemesi gerekmektedir.

¹⁹⁹ İmregün, s. 430 vd.

²⁰⁰ **Ibid.**

temini, diğer yanda ise sermaye artırımı ve benzeri yollarla yapılan finansman yöntemleri açısından incelenecektir.

2.2.1. Girişim Ortaklıklarına Sağlanan Borç Tabanlı Finansman Yöntemleri

2.2.1.1. Girişim Ortaklıklarının Borçlanma Aracı İhracı

ABD Hukuku kapsamında yapılan değerlendirmelerde yer verildiği üzere²⁰¹, ABD’de girişim ortaklıklarının, finansman ihtiyaçlarını karşılamak için çeşitli sermaye piyasası araçları ihraç etmesi çok yaygın bir uygulamadır ve özellikle çekirdek ve erken aşama yatırımları açısından borca dayalı sermaye piyasası araçlarının ihracı uygulamada önemli bir yere sahiptir. Türk Hukuku’nda, girişim ortaklıklarının benzer bir şekilde sermaye piyasası aracı niteliğindeki “borçlanma araçları” ihraç etmelerine ilişkin hukuki değerlendirmeler yapılabilmesi içinse, öncelikle “borçlanma aracı” ve “borçlanma aracı ihracı” tanımları incelenmelidir.

SerPK m. 3(1)o-2 kapsamında borçlanma araçlarının menkul kıymetlerden sayıldığı ifade edilmiş ancak bunun dışında, SerPK kapsamında borçlanma araçlarına ilişkin hiçbir tanıma yer verilmemiştir. SPK’nın bu yönde çıkarmış olduğu VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği’nde ise, m. 3(1)c’de “*Borçlanma araçları: İhraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve bu Tebliğin 34 üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını ifade eder*” hükmüne yer verilmiştir. Borçlanma Araçları Tebliği ile ihraçları düzenlenen bazı borçlanma araçları sayılmakla birlikte borçlanma araçlarının niteliklerine ilişkin ayrıntılı bir bilgi bulunmamaktadır.

Tekinalp, TTK m. 504’den hareketle borçlanma senetlerini, ihraççısının yani borçlusunun anonim ortaklık olduğu, nakit olan bedellerinin teslimi anında tamamen

²⁰¹ Bkz. Bölüm 1.2.2. ve 1.1.2.

ödenmesi gereken, hamilleri çok büyük çoğunlukla gerçek ve tüzel kişilerden oluşan ve belirli bir vadede nakden veya başka bir suretle geriye ödenen menkul kıymetler olarak tanımlanmış ve borçlanma senetlerinin SPK'nın II/31.1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'ndeki²⁰² “borçlanma araçları” terimi ile ifade edildiğini paylaşmıştır²⁰³.

Çatakoğlu, SPK'nın II/31.1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'ndeki borçlanma aracı olarak sayılan araçların niteliğinden yola çıkarak bu kavramı, ihraççılar tarafından sermaye piyasasında borçlanma amacıyla ve bu piyasada işlem görmek üzere ihraç edilen, halka arz edilerek veya edilmeksizin satılan; ihraca ve satışa ilişkin şart, usul ve esasları Kurul'ca tespit edilen ve gelişen piyasa koşullarının doğurduğu ihtiyaçlar nedeniyle Kurul'ca bu kapsama dahil edilebilecek her türdeki sermaye piyasası aracının ortak adıdır şeklinde tanımlamaktadır²⁰⁴.

VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nin, yukarıda yer alan ve borçlanma araçlarını sınırlı olarak saymadığı gibi unsurlarına da yer vermeyen “borçlanma araçları” tanımı, hangi araçların borçlanma aracı olduğunu kavrama noktasında bir soru işareti yaratmaktadır.

Hangi araçların borçlanma aracı olacağına ilişkin olarak dayanak kabul edilebilecek VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nin borçlanma araçlarına

²⁰² SPK'nın II-31.1 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği ve VII-128.7 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nde değişiklikler yapılmıştır. Temmuz 2019 itibari ile geçerliliğini korumakta olan VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'ndeki “borçlanma araçları” tanımları “bonolar” kelimesinin “finansman bonoları” olarak değiştirilmesi dışında, genel anlamda örtüşmektedir.

²⁰³ Çağlar Manavgat, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara, 2016, s. 745, borçlanma araçları tanımının finansal açıdan daha doğru bir tanım olduğunu savunmaktadır; Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1258, 1259; Borçlanma Araçları Tebliği m. 34(2)'de, doktrindeki tanımların aksine “Niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu kabul edilen sermaye piyasası araçlarından, yatırımcı tarafından ödenen bedelin tamamının geri ödeneceği taahhüdünü içermeyen özellikteki borçlanma araçları ... satılamaz” hükmü ile, aslında borçlanma araçlarının bedelin tamamının geri ödeneceğine ilişkin bir taahhüt içermeyebileceği, ancak, bunun ilgili Tebliğ hükmü ile yasaklandığı sonucuna ulaşmamızı sağlamaktadır. Bu da, kanımızca, Tekinalp'in yukarıda yer verdiğimiz borçlanma senetleri tanımındaki “belirli bir vadede nakden veya başka bir suretle geriye ödendiği” kıtası ile çelişki oluşturmaktadır. Nitekim m. 34(2)'den anlaşıldığı üzere, bedelin tamamının geri ödenmediği borçlanma araçları da olabilir.

²⁰⁴ Buket Çatakoğlu, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku'nda Borçlanma Araçları**, Ankara, 2016, s. 27; Çatakoğlu'nun yukarıda açıklanan görüşü doğrultusunda da borçlanma araçlarının niteliklerinde ayırt edici kıstasların bu araçların borçlanma amacıyla ve piyasada işlem görmek üzere ihraç edilmesi olduğu görülmektedir.

ilişkin maddesinde atıf yaptığı “ve bu Tebliğin 34 üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını” hükmünün, borçlanma araçlarının niteliklerini tespit etmekte bir ipucu sağlayacağı düşünülebilir. İlgili hükmün atıf yaptığı, “diğer borçlanma araçlarına ilişkin onay başvurularının Kurulca sonuçlandırılması” başlıklı m. 34’ün birinci ve ikinci fıkrası aşağıdaki şekildedir:

“(1) Bu Tebliğde sayılmamakla birlikte, Kurulun diğer düzenlemelerinin kapsamı içinde yer almayan ve niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarına ait izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurular, bu Tebliğ hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılır.

(2) Niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu kabul edilen sermaye piyasası araçlarından, yatırımcı tarafından ödenen bedelin tamamının geri ödeneceği taahhüdünü içermeyen özellikteki borçlanma araçları, yurt içinde halka arz edilerek veya tahsisli olarak satılamaz. Yatırımcı tarafından ödenen bedelin tamamının geri ödenip ödenmediğine ilişkin tespitte, yatırımcıya yapılan geri ödemelerin vade içinde veya vade sonunda yapıldığına bakılmaz.”

Borçlanma araçlarına ilişkin olarak verilen tanımın ortaya çıkardığı sorulardan biri, Borçlanma Araçları Tebliği m. 34(1)’in, borçlanma araçlarının, Tebliğ m. 3(1)c’de sayılanlar ve buna ek olarak SPK tarafından kabul edilen sermaye piyasası araçları mı olduğu, yani SPK tarafından kabul edilmeden önce ilgili araçların borçlanma araçları sayılmayacağı şeklinde mi yorumlanması gerektiği; yoksa bu araçların SPK tarafından kabule konu edilmeden önce de borçlanma aracı niteliğini haiz olduğu, ancak, m. 34(1) kapsamındaki SPK kararının yalnızca bunun tasdik edilerek onayın verilmesi usulünü gösterdiği şeklinde mi yorumlanması gerektiğidir.

Konuya ilişkin olarak, verilebilecek benzer bir örnek, tam anlamıyla örtüşmemekle birlikte intifa senetlerine ilişkindir. SPK’nın m. VII-128.1 numaralı Pay Tebliği m. 2(1)’de ilgili tebliğin kapsamı belirlenirken pay benzeri menkul kıymet ihraçlarının tebliğ kapsamında olduğu belirtilmiştir; m. 4(1)r kapsamında “Pay benzeri menkul kıymetler: Sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri

taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetleri” ve m. 4(1)k kapsamında “Katılma intifa senedi (KİS): Ortaklıklar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilen, net kardan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan pay benzeri menkul kıymetleri ifade eder” hükümlerine yer verilmiştir. Yine Borçlanma Araçları Tebliği ile benzer şekilde Pay Tebliği’nde pay benzeri menkul kıymetlere ilişkin onay başvurularının Kurulca sonuçlandırılması başlıklı m. 47(1)’de, “Bu Tebliğ’de sayılmamakla birlikte, Kurulun diğer düzenlemelerinin kapsamı içinde yer almayan ve niteliği itibari ile pay benzeri olduğu Kurulca kabul edilecek menkul kıymetlere ait izahname veya ihraç belgesinin onaylanmasına ilişkin başvurular, bu Tebliğ hükümlerinin kıyasen uygulanması suretiyle sonuçlandırılır.” hükmü yer almaktadır. Bu kapsamda da, katılma intifa senetlerinin pay benzeri menkul kıymet sayıldığı, pay benzeri menkul kıymet tanımında ise Kurulca belirlenen menkul kıymetlere atıf yapıldığı görülmektedir. İki tebliğ arasındaki fark ise, Pay Tebliği’nde, pay benzeri menkul kıymetlerin taşıdıkları özelliklere ilişkin bir tanımın yer almasıdır.

Pay Tebliği açısından doktrinde yapılan bir değerlendirmede, **Yanlı**, Pay Tebliği’nde sadece katılma intifa senetlerinden söz edilse de, intifa senetlerinin yalnızca katılma senetlerinden ibaret olmadığını ifade etmektedir. “*Kanun’un 3. Maddesindeki tanımda pay benzeri menkul kıymetler sadece katılma intifa senetleri ile sınırlandırılmamış ve bu ifade her türlü intifa senedini içerecek şekilde kullanılmıştır*” gerekçesini de göstererek, SerPK’da aksine açık bir düzenleme yapılmadığı sürece, limited şirketin intifa senetleri çıkarması halinde bu senetlerin bir sermaye piyasası aracı olması sebebiyle, ihraç edilmeleri halinde, ihraç belgesinin SPK’ya onaylatılması gibi yükümlülüklerle uyulması gerektiği sonucuna ulaşmıştır²⁰⁵. Böylelikle yazar, Pay Tebliği’nde gösterilmeyen intifa senetlerinin (ve dolayısıyla sermaye piyasası araçları) olabileceği ve bunların Pay Tebliği m. 47(1) uyarınca SPK tarafından kabul edilmeden önce de pay benzeri menkul kıymet ve dolayısıyla sermaye piyasası aracı niteliğinde olduğu görüşündedir. Aynı görüşün, Borçlanma Araçları Tebliği’ne uygulanması durumunda, tebliğlerde gösterilen SPK’ya yapılacak kabul

²⁰⁵ Yanlı, Veliye, “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları”, 32 **Banka Hukuku Dergisi** 5, 2016, s. 34

başvurularının, tebliğlerde sayılanlar dışındaki araçlara borçlanma aracı veya pay benzeri menkul kıymet araçları niteliğini bahsetme yönünde münhasır bir yetki değil; halihazırda zaten borçlanma aracı yahut pay benzeri menkul kıymet niteliğindeki araçların ihraç usullerinin belirlenmesi hakkını verdiği veya bu nitelikte olmayan araçlara kabul ile borçlanma aracı veya pay benzeri menkul kıymet niteliği kazandırma işlevini somutlaştırdığı iddia edilebilecektir.

Bu görüş, doktrinde **Ülgen** ve **Helvacı** tarafından da savunulmakta, SerPK m. 3(1)o’da menkul kıymetlerin sınırlı sayıda gösterilmiş görünmekte ise de, bunu nispi nitelikte olduğu, zira “pay benzeri diğer kıymetler” ve “borçlanma araçları” gibi ifadeler kullanılmasının aslında bir çerçeve çizme niteliğinde olduğu ifade edilmektedir²⁰⁶.

Bizce de, Tebliğ m. 34(1)’de “diğer düzenlemelerinin kapsamı içinde yer almayan ve niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçları” lafzından, ihraççıların, borçlanma aracı niteliğine sahip sermaye piyasası araçlarının ihracı için de, bunlar Tebliğ’de sayılmasa dahi, SPK’ya başvurma yükümlülüğü bulunduğu anlaşılmaktadır. İlgili maddenin aksi, yani, tebliğde sayılmayan borçlanma araçlarının yalnızca SPK’nın bu yöndeki kabulü üzerine borçlanma aracı niteliğini haiz olacağı şeklinde yorumlanması durumunda, SPK bu kabulü gerçekleştirene kadar, kıymetli evrak niteliğini haiz, yatırım amacıyla ihraç edilmiş ve borca dayalı olmakla birlikte, Borçlanma Araçları Tebliği’nde sayılmayan her türlü aracın serbestçe ihracının mümkün olduğu sonucuna varılması gerekecektir. Bu ise, kanımızca, sermaye piyasası mevzuatımızın yapısına uygun olmayan bir sonuçtur.

Bunun yanında, “*diğer düzenlemelerin kapsamı içinde yer almayan*” lafzından da, tebliğde gösterilmeyen borçlanma araçlarının SPK’nın kabulünden önce de borçlanma aracı niteliğini haiz olabileceği sonucu çıkarılmalıdır. Şöyle ki, yalnızca SPK kararının ardından borçlanma araçları oluşturulabilmesi durumunda, zaten bu borçlanma araçları diğer düzenlemelerin kapsamı içinde yer almayacağından, böyle bir hükme de ilgili maddede yer verilmesine gerek olmazdı.

²⁰⁶ Hüseyin Ülgen ve Mehmet Helvacı, **Kıymetli Evrak Hukuku**, İstanbul, 2013, n. 85.

Bu noktada, belirtmek isteriz ki, **Yanlı**'nın Pay Tebliği'ne ilişkin bu görüşünün Borçlanma Araçları Tebliği için kıyasen uygulanması noktasındaki bir çekince, Pay Tebliği'nde pay benzeri menkul kıymet tanımına, bunların nitelikleri sayılarak yer verilmesi ve tanımın ardından “ve” bağlacı ile “*bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetler*”in tanıma eklenmesidir. Nitekim, bu farklılığın (Pay Tebliği'nde verilen tanımın), Pay Tebliği'nde gösterilmeyen pay benzeri menkul kıymetlere ilişkin **Yanlı**'nın değerlendirmelerinin kaynağı olduğu; dolayısıyla, SPK'nın kabul maddesine ilişkin değerlendirmelere dayanmadığı savunulabilecektir. Ancak, **Yanlı**'nın bu konuya ilişkin açıklamaları yaparken “*Kanun'un 3. Maddesindeki tanımda pay benzeri menkul kıymetler sadece katılma intifa senetleri ile sınırlandırılmamış ve bu ifade her türlü intifa senedini içerecek şekilde kullanılmıştır*” gerekçesine dayanması ve SerPK m. 3'te de pay benzeri menkul kıymetlere ilişkin bir tanım verilmemiş ve borçlanma araçları gibi yalnızca menkul kıymetler içinde saymış olduğu gözetildiğinde, ilgili yorumun borçlanma araçlarına da uygulanabileceği sonucuna varılabilir.

Sonuçta, bu görüş benimsendiğinde, Borçlanma Araçları Tebliği'nde yer almayan borçlanma araçlarının ihracında da SerPK'daki açık hükümler dolayısıyla SerPK ve Borçlanma Araçları Tebliği'nde gösterilen ihraç usullerine uyulması gerekeceği sonucuna varılacaktır. Bu da, “borçlanma aracı”nın ne olduğuna ilişkin değerlendirmenin önemine bizleri geri götürecektir. “Borçlanma araçları”na ilişkin olarak SerPK m. 3(1)o kapsamında borçlanma araçlarının menkul kıymet olduğu ve m. 3(1)ş uyarınca menkul kıymetlerin sermaye piyasası aracı olduğu hususuna değinilmiştir. Bu kapsamda, borçlanma araçlarının sermaye piyasası araçları ve menkul kıymetlerin taşıdığı özellikleri taşıması gerektiği açıktır. Maalesef, SerPK kapsamında, menkul kıymetler yahut sermaye piyasası araçlarının ihtiva ettiği özellikleri gösteren tanımlara yer verilmemekte ve yalnızca bunların bazı örnekleri gösterilmektedir. Oysa ki, 2499 sayılı ESerPK'da menkul kıymetin unsurlarını belirleyen “*Ortaklık veya alacaklılık sağlayan, belli bir meblağı temsil eden, yatırım aracı olarak kullanılan, dönemsel gelir getiren, misli nitelikte, seri halinde çıkarılan,*

ibareleri aynı olan ve şartları Kurulca belirlenen kıymetli evraktır” tanımı yer almaktadır²⁰⁷.

ESerPK’deki tanımında yer alan menkul kıymetlere ait unsurların değişmediği ve bir menkul kıymetin yine ESerPK’da sayılan unsurların varlığı halinde menkul kıymet olabileceği ifade edilmektedir²⁰⁸. Bu görüşe, ilgili m. 3’ün gerekçesinde yer alan *“Özellikle sermaye piyasası araçlarının tanımı, mevcut durumda muhtemel yetki karmaşasının önüne geçilmesi amacıyla, uluslararası düzenleme yaklaşımlarına da paralel olarak tezgâh üstü türev araçları da içerecek şekilde genişletilmiştir”* cümlesi uyarınca, sermaye piyasası aracı tanımının genişletilmesinin amaçlandığı gözetilerek katılmak düşünülebilir²⁰⁹. Ancak, doktrinde, ESerPK’deki tanımdan hareketle, öğretinin, menkul kıymeti tanımlamaya ihtiyaç duyduğu görüşü de paylaşılmaktadır²¹⁰.

Bu kapsamda, menkul kıymet tanımlanırken, **Tekinalp** tarafından menkul kıymetin ana üç işlevi üzerinde durulmuştur. Bu üç ana unsur, misli eşya niteliğine sahip olma, yatırım aracı olarak kullanılma ve dönemsel ürün verme olarak sıralanmıştır ve özellikle ESerPK’deki tanıma atıfla, bunların seri halinde çıkarılma ve ibarelerinin aynı olmalarına dikkat çekilmiştir²¹¹. Bu durumda, ilgili görüşün kabulü halinde, bu üç ana işlevi taşıyan²¹² ve menkul kıymet niteliğini haiz olan araçların,

²⁰⁷ Bu konuya ilişkin olarak sunulan görüşlere ilişkin bkz. Ayoğlu, **Halka Arz**, s. 28 vd.

²⁰⁸ Burak Adıgüzel, "6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı", **TFM 2017**, 3(1), s. 1-8; s. 3.

²⁰⁹ Ayoğlu, **Halka Arz**, s. 32 vd.: Ancak, ESerPK döneminde, doktrinde haklı olarak ifade edildiği üzere, bir senedin menkul kıymet olarak nitelendirilebilmesi için ilgili tanımda yer alan unsurların tamamını bir arada bulundurması aranmadığı²⁰⁹ da unutulmamalıdır.

²¹⁰ Ülgen ve Helvacı, n. 85.

²¹¹ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1094; Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, “Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, Lisanslama Sınavı Çalışma Notları: Sermaye Piyasası Araçları 1, Ders Kodu: 1003” <https://www.spl.com.tr/docs/other/d337ef29-ef45-48.pdf> adresinden ulaşılabilir, s. 41 ve 42’de “yatırım amacı taşıyan kıymetli evraka menkul kıymet adı verilmektedir” denmekte, bir kıymetli evrakın menkul kıymet olarak nitelendirilebilmesi için yalnızca yatırım amacı taşıması aranmaktadır. Bunu yanı sıra, 2499 sayılı ESerPK’da yer alan menkul kıymet tanımına 6362 sayılı SerPK’da yer verilmemiş olmasının da, yeni kanunun getirdiği önemli açılımlardan biri olduğu ifade edilmekte ve “menkul kıymetin tanımı veya tanımının yerindeliği üzerinde zaman harcamaksızın fonksiyonu itibarıyla menkul kıymeti anlamak mümkün olacaktır” lafzı ile, doktrindeki görüşlerin aksine, mülga kanundaki tanıma dayanılmamaktadır. Ancak, her menkul kıymetin bir kıymetli evrak olduğu vurgulanmıştır.

²¹² TTK m. 504 kapsamında, borçlanma senetlerinin bedellerinin nakit olması ve teslimi anında tamamen ödenmesinin şart olduğu da belirtilmektedir.

“borçlanma aracı” tanımlarındaki ortak payda olan “borç alma” ile ilişkili (borçlanma amacıyla) olarak düzenlenmesi halinde, ortada borçlanma aracı niteliğini haiz bir araç olacaktır. Dolayısıyla, bir girişim ortaklığının, borçlanma amacıyla, misli eşya niteliğine sahip olarak, yatırım aracı olarak kullanılmak üzere ve dönemsel gelir getirecek şekilde çıkarmış olduğu araçların borçlanma aracı olduğu söylenebilecektir. Yine, bunların kıymetli evrak olmaları gözetildiğinde, ilgili borçlanma araçlarının kıymetli evrakın unsurlarından maddi unsur olan senet, yani bir iradeyi yahut irade açıklamasını yazı ile yansıtan belgeyi (SerPK açısından kaydileştirilmeye ilişkin hükümler sebebiyle senede bağlanmaksızın düzenleneceği unutulmamalıdır) ve maddi olmayan unsur yani devredilebilir nitelikte bir hakkı içermeleri gerekecektir²¹³.

Bu doğrultuda, VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği’nde gösterilen tahvil²¹⁴ veya finansman bonosu²¹⁵ gibi, nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesini içeren borçlanma araçlarının yanında yukarıda açıklanan esaslar dahilinde borçlanma aracı niteliğini haiz sermaye piyasası araçlarının ihracı için TTK, SerPK ve Borçlanma Araçları Tebliği’ndeki usullerin takip edilmesi gerekmektedir²¹⁶.

TTK m. 504 ve 505 uyarınca bu tahvil yahut finansman bonoları ancak genel kurul kararı yahut genel kurul tarafından en çok 15 ay için yetkilendirilmiş olan yönetim kurulu kararı ile çıkarılabilir. Yönetim kuruluna bu yetkinin esas sözleşme ile de verilmesi mümkündür, ancak esas sözleşmede öngörülmesi halinde de 15 aylık yetki süresi üst sınırı uygulanacaktır²¹⁷. TTK m. 504 ve 505’te m. 421 fıkra üç ve dörde

²¹³ Ülgen ve Helvacı, n. 35 vd.

²¹⁴ VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği m. 3(1)m uyarınca, tahvil “*ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 365 gün veya daha uzun olan borçlanma aracını*” ifade etmektedir. Tahvile ilişkin olarak ayrıntılı açıklamalar için bkz. Tekin Memiş ve Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 4. Baskı, Ankara, 2019, s. 60 vd.; Çatakoğlu, s. 43 vd.; Ünal, s. 69 vd.

²¹⁵ VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği m. 3(1)b uyarınca, finansman bonosu “*ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyip sattığı ve nominal değerinin vade tarihinde veya vade tarihine kadar taksitler halinde yatırımcıya geri ödenmesi taahhüdünü içeren, vadesi 30 günden az 364 günden fazla olmayan borçlanma aracını*” ifade etmektedir.

²¹⁶ Manavgat, s. 547.

²¹⁷ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1267.

yapılan atıf sebebiyle, bu kararların alınmasında sermayenin en az yüzde yetmiş beşini oluşturan payların sahiplerinin ve temsilcilerinin olumlu oyları aranmaktadır²¹⁸.

Diğer koşulların yanında, VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'ne göre, ilgili borçlanma araçlarının ihracından önce m. 6(1) uyarınca halka arz edilecek borçlanma araçları için Tebliğ Ek/1, halka arz edilmeksizin satılacaklar içinse Ek/2'de yer alan belgeler ile birlikte SPK'ya başvurulması gerekmekte; yani halka arz edilecek borçlanma araçları için izahnamenin onaylanması, halka arz edilmeksizin ihraç edilecekler içinse ihraç belgesinin onaylanması gerekmektedir. Bu kapsamda, kısıtlı bir yatırımcı kitlesine ilgili tahvil yahut finansman bonoları sunmak isteyen bir girişim ortaklığı açısından değerlendirme yapılmak istenirse, bu tahvil yahut finansman bonolarının yatırımcılara ihracı için Ek/2 kapsamında sayılan belgelerin SPK'ya sunulması gerektiği sonucuna varılacaktır. Sayılan belgelere bazı örnekler vermek gerekirse; girişim ortaklığı tarafından, SPK'ya, SPK düzenlemeleri çerçevesinde hazırlanmış ihraç belgesinin, finansal tabloların, finansal tablolardaki önemli kalem açıklamalarının, esas sözleşmenin, organ kararlarının, sermayenin ödenmiş kısmının tespitine ilişkin mali müşavir raporunun sunulması gerekmektedir. SPK'nın Borçlanma Araçları Tebliği m. 4(7) kapsamında, borçlanma araçlarına ilişkin ödeme yükümlülüklerinin bir banka veya üçüncü bir tüzel kişi tarafından garanti altına alınmasını veya satışın yapılacağı kişilerin niteliklerine ve/veya satış koşullarına sınırlama getirilmesini talep etmesi de mümkündür. Tebliğ m. 6(4) uyarınca, SPK'nın ihraç belgesini onaylaması ardından, ihraççılar, satıştan önce Merkezi Kayıt Kuruluşu'na başvurarak satışı gerçekleştirmekle yükümlüdür, nitekim, m. 8(1) uyarınca yurt içinde ihraç edilecek borçlanma araçlarının Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde elektronik ortamda kayden ihracı ve bunlara ilişkin hakların hak sahipleri bazında Merkezi Kayıt Kuruluşu tarafından izlenmesi de zorunludur. Sonuçta, yönetim kurulunun ilgili borçlanma araçlarının çıkarılması noktasındaki serbestisi, yine bu borçlanma araçlarının federal sermaye piyasası regülasyonlarında gösterilen istisnalar çerçevesinde çıkarılması halinde, SEC'ye başvuru yükümlülüğü olmaması açısından, Türk hukuku ile ABD Hukuku arasında önemli nitelikte bir fark gözlemlenmektedir. Bu fark Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD Hukuku'ndaki

²¹⁸ SerPK m. 29/3 ve Borçlanma Araçları Tebliği m. 5/2 uyarınca halka açık anonim ortaklıklar için TTK m. 418'de gösterilen nisaplarla karar alınabileceği belirtilmiştir. Konuya ilişkin bkz. Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, s. 155.

uygulanmasının nirengi noktasını oluşturmakta ve bu aracın Türk Hukuku'nda uygulanabilirliğini güçleştirmektedir. Açık bir anlatımla Tek Tip Yatırım Sözleşmesi Türk Hukuku'nda uygulanacak olsa, girişim ortaklığının, söz konusu tahvili ihraç etmesi için SPK'ya başvurması zorunluluğu ortaya çıkacaktır. Bir yandan girişim ortaklığının erken yatırım aşamasında tahvil çıkarmayı destekleyecek finansal yapıya sahip olmaması, diğer yandan SPK. Başvurusunun başlı başına uzman danışmanlık gerektirmesi ve maliyete yol açması, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Türk Hukuku'nda uygulanmasını her şeyden önce ekonomik işlev yönünden tehdit etmektedir.

Bunun yanı sıra, TTK, SerPK ve ilgili tebliğlerde borçlanma aracı çıkarılmasına ilişkin olarak bazı sınırlar getirilmiştir. TTK m. 506 uyarınca, borçlanma senetlerinin toplam tutarının sermaye ile bilançoda yer alan yedek akçelerin toplamını aşamayacağı belirtilmiştir. Ancak, bu hüküm, SerPK m. 31 uyarınca ihraç sınırı belirleme yetkisinin SPK'ya verilmiş olması sebebiyle, doğrudan uygulanmayacak ve ihraçta Borçlanma Araçları Tebliği'nde gösterilen ihraç sınırları dikkate alınacaktır²¹⁹. Borçlanma Araçları Tebliği m. 9(4)b uyarınca, halka açık olmayan ortaklıkların ihraç limiti, özkaynak tutarının üç katını geçemez²²⁰. Bu bakımdan, özellikle özkaynak tutarı çok düşük olan ve çekirdek yatırımı almak isteyen girişim ortaklıklarının, ilgili özkaynak tutarının yalnızca üç katına kadar borçlanma aracı ihraç edebilecekleri, bu ihraçlar için halka arz olmasa dahi SPK'ya ihraç belgesi ile tebliğde gösterilen ek belgeleri sunma zorunluluğu bulunması ve bu sebeple girişim ortaklıklarının yapmaları gereken hukuki ve operasyonel masraflar düşünüldüğünde, girişim ortaklıklarının, ABD Hukuku'nda çokça rastlanan borçlanma aracı ihracı ile bir ödünç almaları, çoğu durumda, ticari olarak makul olmayacaktır.

Yatırımcıların, sermaye taahhüdü ile girişim ortaklığında pay sahibi olmak yerine borçlanma araçlarını tercih etme sebepleri arasında, ilgili alacağı talep hakkı yer almaktadır. Sonuçta, ortaklık zarar etse dahi, tahvil ve finansman bonosu gibi

²¹⁹ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1277, 1278.

²²⁰ Borçlanma Araçları Tebliği m. 9(3)'te yapılan 18.2.2017 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanmış değişiklikten önce borçlanma araçlarının ihracına ilişkin limitler ve Türk Ticaret Kanunu hükümlerinin uygulanmasına ilişkin bkz. Manavgat, s. 746 vd.

borçlanma araçları sahipleri yaptıkları yatırım ile faiz tutarını talep edebileceklerdir²²¹. Tahvil sahipleri, kural olarak dağıtılma miktarı genel kurul kararına bağlı olan ve değeri belirli olmayan kâr payı yerine, girişim ortaklığının kârından bağımsız belirli bir faiz hakkı kazanacaktır²²². Ancak, kâr payı elde etme veya pay satışı ile pay değerindeki artıştan gelir elde amacı güden yatırımcılara sağlanan haklar, tahvil sahiplerine sağlanmayacaktır.

Ancak, tahvil veya finansman bonolarının menkul kıymet niteliği sebebiyle borca (yani yatırımcı bakımından alacağa) tedavül olanağı sağlaması, bunları alelade tüketim ödünç sözleşmelerinden ayırmaktadır. Dolayısıyla, tahvil veya finansman bonusu sahibi yatırımcının, ilgili borçlanma aracını elinden çıkararak anonim ortaklık ile olan ilişkisini sona erdirmesi mümkünken, alelade ödünç sözleşmelerinde alacağın devredilmesi gerekecektir.²²³.

2.2.1.2. Girişim Ortaklıklarına Tüketim Ödünç Sözleşmesi ile Borç Niteliğinde Finansman Sağlanması

Bir kişinin bir anonim ortaklığa finansman sağlaması ve anonim ortaklığın bunu geri ödeme yükümlülüğü altına girmesi halinde ortada TBK m. 386 anlamında bir ödünç sözleşmesi kurulmuş olacaktır. TBK m. 386 uyarınca tüketim ödünç sözleşmeleri “*ödünç verenin, bir miktar parayı ya da tüketilebilen bir şeyi ödünç alana devretmeyi, ödünç alanın da aynı nitelik ve miktarda şeyi geri vermeyi üstlendiği*” sözleşmelerdir. Tüketim ödünç sözleşmelerini, bir şeyin kullanılması amacını güden diğer sözleşmelerden, örneğin kira ve kullanım ödünç sözleşmesinden ayıran en büyük fark, bu sözleşmelerde kullanma konusu şeyin mülkiyetinin ödünç alana geçmesidir²²⁴. Tüketim ödünç sözleşmelerinde, ödünç veren tüketim ödünçüne konu olan şeyin mülkiyetini ödünç alana geçirmekle, ödünç alan ise aldığı şeyin eşit miktar ve nitelikteki benzerini geri vermekle yükümlüdür²²⁵. Geri verme borcunun olmadığı

²²¹ Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, 13. Bası, İstanbul, 2019 s. 342.

²²² **Ibid.**

²²³ Mülga Türk Ticaret Kanunu’nun 429-432’nci maddeleri arasında düzenlenen tahvil sahipleri genel kuruluna ilişkin hükümlere, TTK kapsamında yer verilmemiştir. Bkz. Abuzer Kendigelen, **Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, 2. Bası, İstanbul, 2012, s. 413.

²²⁴ Aydın Zevkliler ve Emre Gökyayla, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 2015, Ankara, 15. Bası, s. 404.

²²⁵ **Ibid.**, s. 406; Tandoğan, s. 299.

hallerde ise sözleşmenin ivazlı olması halinde satış veya trampa, ivazsız olması halinde bağışlama sözleşmesi niteliğinde olması muhtemeldir²²⁶. TBK m. 387 uyarınca, adi tüketim öduncünün aksine, bir anonim ortaklığa ticari tüketim öduncü verilmesi²²⁷ durumunda, ilgili sözleşmede kararlaştırılmamış olsa dahi, faiz istenebilecektir. Tarafların, faizi sözleşme ile kararlaştırmaları mümkündür (TTK. m. 8).

Yukarıda tahvil ve finansman bonolarına ilişkin yaptığımız açıklamalar nazara alındığında, girişim ortaklığı ve yatırımcı arasındaki ilişkide nasıl bir farklılık olduğu sorusu akla gelecek ve alelade bir ödünç sözleşmesi ile bir tahvile konu olan hukuki ilişkinin birbirinden nasıl ayrılacağı, bu doğrultuda, hangi durumlarda ödünç alınması için SPK'ya başvurulması gerekeceği sorgulanacaktır. Nitekim, tahvil (ve finansman bonolarının) hukuki temelini de tüketim öduncü sözleşmesi olduğu doktrinde vurgulanmaktadır²²⁸. Bu noktada, ayırt edici husus, doktrinde kabul edildiği üzere, borçlanma araçlarının menkul kıymet ve dolayısıyla kıymetli evrak niteliğini haiz olmasıdır. Başka bir ifade ile, bir anonim ortaklığın, misli eşya niteliğine sahip olmak üzere çıkardığı kıymetli evraklar ile borçlanması durumunda bir borçlanma aracının varlığından söz edilebilecektir. Bu husus, doktrinde, tahvile ödünç sözleşmesinden farklı sonuçlar bağlanmasının sebebinin tahvilin kıymetli evrak olmasından doğduğunun ifade edilmesi²²⁹ veya tahvile ilişkin olarak, satışa çıkarılan kıymetlerde kendini gösteren hakkın ödünç sözleşmesinden doğan bir alacak hakkı olması yanında tahvilin yani menkul kıymetin satışa çıkarılmasının da olduğunun savunulmasından da anlaşılabilir²³⁰.

Bu durumda, anonim ortaklığın borçlanması açısından, alelade bir borç ile tahvil veya finansman bonosuna konu olan borcu birbirinden ayıran, ilgili tahvilin veya

²²⁶ Zevkliler ve Gökyayla, s. 406.

²²⁷ Bir ödünç sözleşmesinin ticari nitelikte olması, TTK m. 3'deki esasalar doğrultusunda belirlenecektir. Cevdet Yavuz, **Borçlar Hukuku Dersleri Özel Hükümler**, 2013, İstanbul, s. 370.

²²⁸ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1271; tahvil sahibi ile anonim ortaklık arasındaki ilişkin tahvilin satışını içeren satış sözleşmesi olarak nitelendirilebileceğine ilişkin tartışmalar için bkz. Haluk Tandoğan, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri Cilt I/2**, 2008, İstanbul, s. 338 vd.; Bahtiyar, s. 342

²²⁹ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1271; Bahtiyar, s. 342.

²³⁰ Tandoğan, s. 341.

finansman bonosunun misli nitelikte çıkarılması²³¹ ve menkul kıymet olması dolayısıyla kıymetli evraka ilişkin şekli unsurları taşımasından doğacaktır. Tahvillerin yahut finansman bonolarının şekli hakkında ne TTK, SerPK veya VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nde hüküm bulunmamaktadır. Borçlanma Araçları Tebliği'nin tebliğde izahname ve ihraç belgesine ilişkin olarak tebliğde yer almayan konularda SPK'nın ilgili düzenlemelerine uyulacağına ilişkin göndermesi doğrultusunda incelenecek II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nde de şekil şartına ilişkin bir açıklama bulunmamaktadır. Doktrinde, tahvillerin itibari değeri, türü, vadesi, hamiline mi yoksa emre mi yazılı olduğunu belirtilen bir kaydı, izahnamaya (veya ihraçnameye) yapılması şart olan göndermeleri ve yetkili imzalarını içermesi gerektiği savunulmaktadır²³².

Bir yatırımcının bir girişim ortaklığına alelade bir sözleşme ile ödünç para vermesi durumunda, ilgili kişinin talep hakkı yalnızca ilgili tüketim ödünç tutarının (ve uygun düştüğü ölçüde faizin) ödenmesi ile sınırlıdır. Bu durumda, girişim ortaklığının mali durumu, sözleşmenin vadesi yahut vade kararlaştırılmamış ise TBK uyarınca geri ödemenin talep edildiği tarihte bu borcu yerine getirmeye uygun değilse; yatırımcı, ilamsız takibe başvurabilecek yahut ortaklığın iflasını talep edebilecektir. Ancak, ortaklığın tasfiyesi halinde dahi, alacaklı, ilgili alacağın tahsilini sağlayamayabilir. Bunun yanı sıra, alacaklının, yasal koşullarının bulunması halinde, TTK m. 553 uyarınca yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna başvurma imkanı da vardır.

ABD Hukuku uygulamasında da tartışıldığı üzere, borçların geri ödenmesinin girişimciler üzerinde yarattığı baskı ve temerrüt durumunda ortaklığın tasfiyeye sürüklenebilmesi sebebiyle, borca dayalı yatırım alma, erken dönem girişim ortaklıkları tarafından tercih edilen bir yöntem değildir. Yatırımcı tarafında ise, iade borcunun yerine getirilmesi beklentisinin düşük olması ve dolayısıyla çok riskli bir

²³¹ Yalnızca bir adet tahvil niteliğinde kıymetli evrakın ihraç edilmesinde dahi SPK'dan izin alınması gerektiği düşünüldüğünde, bu görüşün isabetli olmadığı düşünülebilir. Ancak, bir menkul kıymeti, özellikle kıymetli evrakın şekil şartlarına ilişkin hükümlere yer verilmediği durumunda, alelade bir sözleşmeden ayırmak için kullanılabilir, doktrinde gösterilen yegane unsurlardan biri "misli nitelikte" olmasıdır. Bu bakımdan, bu unsurun yerine getirilip getirilmediğini, somut olay özelinde ilgili senedin misli nitelikte çıkarılıp çıkarılmadığına bakılmaksızın, senedin niteliği uyarınca, misli nitelikte çıkarmaya uygun olup olmadığı değerlendirilerek yapılarak onaylamanın doğru olacağı görüşündeyiz.

²³² Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1284.

yatırım türü olması sebebiyle, tüketim ödöncü sözleşmesi ile yatırım yapılması tercih edilmemektedir. Bunun temelinde, yatırımcıların, bu riskli yatırımları yapmalarının sebebinin, girişim ortaklığının paylarının değeriindeki artıştan yararlanma isteğı olması yatmaktadır. Büyüme ihtimali ile payın değeri kazanması beklentisinin, tüketim ödöncü sözleşmesinde yüksek bir faiz kararlaştırılması ile sağlanabileceğı bir an için düşünölse dahi, hem bu getiri ihtimalinin yatırım döneminde tahmin edilmesinin güçlüğü, hem de ilgili faiz tutarını içeren bir tüketim ödöncü sözleşmesinin girişim ortaklıkları tarafından akdedilmesinin gerçekçi olmaması sebebiyle, bu yöntem tercih edilecek bir yöntem olmayacaktır.

2.2.1.3. Ödönc Niteliğinde Verilen Borcun Daha Sonra Paya Dönöştürölmesi Yoluyla Girişim Ortaklıklarına Finansman Sağlanması

2.2.1.3.1. Girişim Ortaklıkları Tarafından Paya Dönöştürölabilir Tahvil İhracı

Türk Hukuku'nda, ihraç edilmesine ilişkin izlenmesi gereken prosedürler ve kurallar gözetilmeksizin yalnızca oluşturduğı hukuki ilişki açısından bir değeriendirme yapıldığında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sağladığı hukuki durumu yaratmaya yakın araçlardan birinin paya dönöştürölabilir tahvil çıkarılması olduğı düşünölabilir. SPK'nın VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliğı m. 3(1)'i uyarınca *“paya dönöştürölabilir tahvil (PDT): İhraççı ortaklığın sermaye artırımı suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönöştürme hakkı veren borçlanma aracını”* ifade etmektedir.

Paya dönöştürölabilir tahviller²³³, tahvil sahibine, girişim ortaklığında doğrudan bir paysahipliğı hakkı bahşetmemekte, ihraççı ortaklık ile paya dönöştürölabilir tahvil

²³³ Bu noktada, karıştırılmaması gereken bir husus, VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliğı'nde paya dönöştürölabilir tahvil ile değeriştirilebilir tahvilin farklı borçlanma araçları olduğı, ve ihraççı ortaklığın paylarıyla yahut diğeri ortaklıklara ait paylarla değeriştirilebilmesi bakımından birbirlerinden ayrıldığıdır, bkz. Çatakoğılu, s. 46; Memiş ve Turan s. 64 vd. ABD Hukuku'na ilişkin olarak Ünal, s. 78 vd.

sahibi arasında bir borç ilişkisi yaratmaktadır²³⁴. Paya dönüştürülebilir tahviller sahiplerine değiştirme (dönüştürme) hakkı kullanılmadığı halde ve dönüştürme gerçekleştirilene kadar bir tahvil olarak yarar sağlamakta ve faiz ile anaparanın geri alınması hakkını vermekte; bunun yanında, anaparanın geri alınması yerine tahvilin paya dönüştürülebileceğine dair bir opsiyon hakkı tanımaktadır²³⁵. Bu durumda, kabul edilen görüş uyarınca, tahvil sahibinin anaparayı isteme yahut değiştirme hakkını kullanma yönünde seçimlik bir hakkı olduğu²³⁶ söylenecektir. Tahvil sahibi, ortaklığın kazanç durumunu inceleyerek bir karar verme ve ortaklıkta paysahibi olmada menfaat görmesi halinde bunu tercih etme, aksi halde ise anaparanın iadesi ile faiz hakkını talep etme hakkına sahip olmaktadır²³⁷.

VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği m. 22 uyarınca, paya dönüştürülebilir tahviller, tahvil sahibinin talebi ve ortaklığa en erken ihraç sırasında bildirilmiş olan tarihlerden bir ay önce yapacağı bildirim ile paya dönüştürülebilmektedir, ancak m. 22(2) uyarınca, bu bildirimin yetkili kuruluş, yani SerPK m. 37 kapsamındaki işleri görmek için SPK tarafından yetkilendirilmiş yatırım kuruluşları vasıtasıyla yapılması zorunludur.

Paya dönüştürülebilir tahvillerin ihracı bakımından, genel anlamda, yukarıda değinmiş olduğumuz, tahvil ve finansman bonolarının ihracına ilişkin hükümler uygulanmaktadır.

Sonuçta, paya dönüştürülebilir tahvillerin, yatırımcılarına sağladığı haklar düşünüldüğünde, bunların ABD Hukuku'nda girişim ortaklıklarına yapılan yatırımlarda çokça kullanılan dönüştürülebilir tahvil (*convertible note*) ile benzerlik taşıdığı görülebilecektir. Bu bağlamda, Borçlanma Araçları Tebliği kapsamında gösterilmiş olan paya dönüştürülebilir tahvil ihracının girişim ortaklıklarına erken dönem yatırımda kullanılması akla gelse de, gerek yukarıda borçlanma araçlarının ihracı konusunda değindiğimiz ihraç prosedürlerinin operasyonel, hukuki ve mali

²³⁴ Çatakoğlu, s. 46 vd.

²³⁵ Bahtiyar, s. 343; Çatakoğlu, s. 46, 47.

²³⁶ Çatakoğlu, s. 46 vd.; tahvilin içerdiği hakkın alacaklının yedek edim yetkisi olduğuna ilişkin bkz. Reha Poroy ve Ünal Tekinalp, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, 23. Baskı, İstanbul, 2019, n. 7.28.

²³⁷ Bahtiyar, s. 343.

yükü; gerekse ihraç sınırları gözetildiğinde, girişim ortaklıkları açısından bu yöntemin kullanılmasının ticari anlamda neredeyse olanaksız olduğunun söylenmesi yanlış olmayacaktır.

2.2.1.3.2. Sözleşme ile Pay Edinme veya Sermaye Artırımına Katılma Hakkı Sağlanması

Uygulamada sıkça rastlanan bir yatırım yöntemi, yatırımcıların, girişim ortaklığına yapacakları yatırım karşılığında, girişim ortaklığının kurucuları olan pay sahipleri ve yatırımcılar arasında bir yatırım amaçlı sözleşme akdedilmesi ve bu sözleşme ile girişim ortaklığının kurucu pay sahiplerine, sözleşmede gösterilen şartların gerçekleşmesi veya vadenin gelmesi sonucunda yatırımcılara pay alım yahut sermaye artırımına katılma hakkı sağlanması borcu yüklenmesidir.

Yatırımcıların, doğrudan girişim ortaklığından pay alması yahut primli pay çıkarılacak sermaye artırımına katılarak pay sahibi olmaktan kaçınması ve bu sözleşmelere başvurmalarının sebebi, çekirdek ve erken dönem girişim yatırımlarında, pay alımı yahut sermaye artırımını yapıldığında, ilgili yatırım tutarı karşılığı alınacak payların sayı ve niteliklerinin nihai olarak belirlenmesini bu dönemde istememeleri ve yine sermaye artırımını ile pay sahipleri sözleşmesi müzakere sürecinin hukuki ve operasyonel maliyeti ile süresine katlanmak istememeleridir. Bu yolla, yatırımcılar, bu uzun süren ve maliyetli süreci ileriki bir tarihe bırakmakta ve bırakılan ileri tarihte yatırım tutarı karşılığında alınacak pay oranına ilişkin daha tutarlı hesaplamalar yapabilmektedir.

Genel olarak sözleşmelerin unsurları incelendiğinde:

- Yatırımcıya, girişim ortaklığına nakit finansman (yatırım) sağlama borcu yüklenmekte;
- Sözleşmede gösterilen şartların gerçekleşmesi (örneğin yeni bir yatırım gerçekleşmesi) veya vadenin gelmesi ile, yatırımcılara alım veya sermaye artırımına katılma hakkı sağlanmasına yönelik bir hak tanınmakta;

- Sözleşmede yatırımcılara sağlanan hakların ifa edilememesi halinde, kurucu paysahiplerine cezai şart içeren yaptırımlar öngörülmektedir.

Bu sözleşmelerin çoğunlukla kurucu paysahipleri ile yatırımcılar arasında imzalandığı düşünüldüğünde, ortaya çıkan sorunlardan biri, ilgili sözleşmelerin ifa edilmemesi durumunda, yatırımcıların ne gibi hukuki yaptırımlara başvurabilecekleridir. Anonim ortaklıkların en önemli özelliklerinden birisi şüphesiz ki tek borç ilkesidir. Kaynağını TTK m. 480(1) ve 392(2)'den alan ek borç ilkesi, paysahiplerinin kanunda öngörülen istisnalar dışında, anonim ortaklığa karşı esas sözleşme ile yalnızca pay bedelini ve payın itibari değerini aşan primi ifa dışında borç yüklenememesini ifade eder. Bu kapsamda, pay bedeli yahut itibari değeri aşan primi ödeme borcunun dışında, paysahiplerine getirilen önalım, alım veya geri alım sözleşmeleri ile ilgili paysahibinin pay devretme borcu altına sokulması durumunda, bunlar borçlar hukuku nitelikli taahhütler olacaktır.²³⁸ Yani, bir üçüncü kişiye paysahibinin payları üzerinde tanınmış ilgili alım, önalım veya geri alım haklarının kullanılamamasına sebep olacak şekilde bu borçlara ilişkin yükümlülüklerin ilgili paysahibi tarafından ifa edilmemesi durumunda, koşullara uygun olarak ancak TBK'da zararların tazminine ilişkin gösterilen (örneğin cezai şart, temerrüt faizi ödenmesi gibi) yaptırımlar uygulanabilecek, korporatif etkisi olan ve dolayısıyla ilgili paysahibini aynen ifaya zorlayan yaptırımlara başvurulamayacaktır²³⁹.

Bir örnek vermek gerekirse, kurucu paysahiplerinin, yatırımcı ile aralarında olan sözleşmeyi gözetmeksizin, paylarını bir üçüncü kişiye devretmesi halinde, yatırımcının ancak kurucu paysahiplerine yönelik olarak sözleşmenin ifa edilmemesi dolayısıyla TBK'da gösterilen önlemlere başvurma ve tazminat talep etme hakkı doğacaktır ve bu sözleşme bakımından üçüncü kişi konumundaki kişilere yapılan pay devirlerine etki etmeyecektir²⁴⁰. Yine, şartın gerçekleşmesi veya vadenin dolması

²³⁸ Paysahipleri sözleşmelerindeki pay alım ve satım opsiyonlarının hukuki niteliğine ilişkin olarak bkz. Gül Okutan Nilsson ve Oğuz Atalay, "Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası", **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen'e Armağan**, Cilt 1, İstanbul, 2007, s. 409-432.

²³⁹ Bahtiyar, s. 291.

²⁴⁰ Gül Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul, 2003, s. 469. Yazar, aynen tazminin, yalnızca mülga Borçlar Kanunu m. 41 (TBK m. 49) ikinci fıkrasında gösterilen

üzerine, yatırımcılar, sermaye artırımına katılmak ve bu yolla ihraç edilecek yeni payları almak isterlerse de, bunu gerçekleştirmeyen paysahiplerinden yalnızca tazminat talebinde bulunabilecek, anonim ortaklık genel kurulunu sermaye artırım kararı vermeye zorlayamayacaktır²⁴¹.

Bu doğrultuda, paylar üzerinde sözleşme ile alım hakkı tanınması açısından, uygulanan yöntemlerden biri, üzerinde alım hakkı kullanılacak olan paylara ilişkin senetlerin, güvenilir bir üçüncü kişiye, yani yediemine bırakılması ve yediemin ile yatırımcı ve kurucu paysahipleri arasındaki sözleşme uyarınca yediemin nezdinde saklanması ve ancak sözleşme koşullarının gerçekleşmesi halinde pay devrinin sağlanmasıdır. Ancak, sermaye artırımına ilişkin olarak bu şekilde bir yediemin sözleşmesi ile bir koruma önlemi alınması da mümkün olmayacaktır.

Bunu yanı sıra, esas sözleşmede geçerli bir bağlam hükmü olması halinde, TTK m. 493(1) uyarınca anonim ortaklık yönetim kurulunun esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebi ileri sürerek pay devrini onaylamaması da mümkündür. Yine, anonim ortaklık, başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya paysahipleri ya da üçüncü kişiler adına payları almayı önererek onay istemini reddedebilecektir.

Yine, uygulamada gözlemlenen başka bir sorun, yatırımcıların girişim ortaklığına yaptıkları yatırımın hukuki niteliği ve dolayısıyla sağlanan bu nakit finansmanın ortaklık nezdinde değerlendirilmesi noktasında ortaya çıkmaktadır. Daha sonra yapılacak olan sermaye artırımında, yatırımcının girişim ortaklığına sağladığı finansmanın ve dolayısıyla ortaklıktan alacak hakkının, sermaye taahhüdü borcu ile takas edilmesi düşünülebilir; ancak, paysahibi olmayan bir kişinin ortaklığa ödünç (borç) vermesi halinde, yapılacak sermaye artırımında ilgili alacak nakdi değil “aynı sermaye” olarak nitelendirilecektir. Nitekim, TTK m. 343/1’de yapılan atıftan da

şartların varlığı halinde, aynen tazminat çerçevesinde üçüncü kişinin payları sözleşmesel hakkı ihlal edilen yatırımcıya devretmesinin emredilebileceğini ifade etmektedir, bkz. s. 470 vd.

²⁴¹ **Ibid.** s. 471’de yazar, paysahipleri sözleşmesine aykırı olarak verilmiş oyun geçerli olacağı ve ancak tüm paysahiplerinin taraf olduğu sözleşmeye aykırı şekilde karar alınması durumunda hakkın kötüye kullanılmasından söz edilebiliyorsa, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması ile bu aykırılığın tüzel kişiye karşı ileri sürülebilmesinin mümkün olabileceğini ifade etmektedir. Bununla birlikte, yazar, s. 473’te oyda aynen ifanın bazı durumlarda mümkün olabileceği paylaşmakta, bununla birlikte, aynen ifanın yerine getirilmesi ve oyun toplanmaması halinde cebri icranın gerçekleştirilmesi noktasında güçlük çekileceğini ifade etmektedir.

anlaşılabileceği üzere, aynı sermayeye ilişkin yapılacak değerleme raporunda “*sermaye olarak konulacak alacakların gerçekliğinin, geçerliğinin ve 342’nci maddeye uygunluğunun belirlendiği, tahsil edilebilirlikleri ile tam değerleri; aynı olarak konulan her varlık karşılığında tahsis edilmesi gereken pay miktarı ile Türk Lirası karşılığı, tatmin edici gerekçelerle ve hesap verme ilkesinin icaplarına göre*” açıklanması gerekmektedir; ve doktrinde ilgili maddede yapılan sermaye olarak konulan alacak atfının paysahibi olmayan üçüncü kişilerden alınan alacaklar olarak anlaşılması gerektiği savunulmaktadır²⁴².

Yukarıda saydığımız bazı sorunların önüne geçmek adına, uygulamada önerilen yöntemlerden biri, özellikle yatırımcının ortaklığa ilişkin değerlemeyi yatırım yaptığı ve ortaklığa ilgili yatırım tutarını vermek istediği dönemde yapmak istememesi durumunda, yatırımcıya, yatırım yapılma anında bir adet ortaklık payı devredilmesi ve yatırımcı tarafından ortaklığa ödünç niteliğinde borç verilmesi ve daha sonra geri kalan paylarının iktisabının ileri bir tarihte gerçekleştirilecek bir sermaye artırımına bırakılmasıdır Ortaklık değerlemesinin daha kesin bir şekilde yapılabildiği sonraki yatırım turları döneminde yatırım tutarına göre iktisap edilecek payların hesaplanması ile, ilgili oranda sermaye artırımını yapılması sağlanmakta ve bu artırım kapsamında ilgili yatırımcı paysahibinin ortaklık nezdindeki alacağı ile sermaye taahhüdü borcu TBK m. 139 uyarınca takas edilmektedir²⁴³. Kanımızca, yatırımcıya, öncelikle küçük miktarda bir payın devrinin gerçekleştirilmesinin temel amacı da, paysahibi olmayan bir kişinin ortaklığa ödünç (borç) vermesi halinde, yapılacak sermaye artırımında ilgili alacağın “aynı sermaye” olarak nitelendirilmesi ve küçük miktarda bir pay devrinin gerçekleştirilmesi ile TBK m. 139’da gösterilen takas imkanından yararlanılabilmesi imkanının doğmasıdır.

Yatırımcılara küçük bir oranda pay satışından sonra yukarıda bahsedilen sözleşme ile girişim ortaklığına finansman sağlanmasının bir “sermaye avansı sağlanması” işlemi niteliğinde gerçekleştirilmesi düşünülebilir. **Ayoğlu**, sermaye

²⁴² Tolga Ayoğlu, “Sermaye Avansı Kavramı Üzerine Düşünceler”, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan**, İstanbul, 2017, s. 48.

²⁴³ Artırım kararında, artırımın takas yoluyla ifa edileceğinin kararlaştırılması halinde TBK m. 139 anlamında takasın mümkün olduğuna ilişkin bkz. İsmail Cem Soykan, **Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı**, İstanbul, 2019, s. 522 vd.

avansı kavramını, bir paysahibinin ortaklığa ödünç yani borç vermesi ve bu ödünç verirken ortaklığın borcu nakden geri ödemesi veya ortaklığın takdiri ile geri ödeme yerine ortaklığın sermaye artırımını yapmasında ilgili borcun paysahibinin ortaklıktan alacağının takas edilmesi yoluyla ifa edilebileceğine ilişkin yetkilendirilmesi olduğunu ifade etmektedir²⁴⁴. Buradan anlaşılabileceği üzere, sermaye avansı müessesesinde, borcun nasıl ifa edileceğine ilişkin seçim yetkisi ortaklığa tanınmıştır, nitekim, sermaye avansını bir paysahibinin verdiği alelade bir ödünçten ayıran temel unsur da, ifanın yukarıda anlatılan özel usulde gerçekleştirilebilmesine ilişkin önceden yaptığı kabul ile ortaklığa tanınan seçim yetkisidir²⁴⁵.

Ortaklığa sermaye avansı verilmesi durumunda, ortaklık ile sermaye avansı veren paysahibi arasında kurulan sözleşmenin niteliğinin borçlu ortaklığa yedek edim ile ifa yetkisi tanınan, atipik bir tüketim ödünç sözleşmesi olduğu ifade edilmektedir²⁴⁶. Paysahibi, ortaklığa vermiş olduğu alelade bir ödünç de, sermaye artırımını nedeniyle doğacak sermaye borcu ile takas edebilir, ancak, bu durumda talep ve dolayısıyla tercih hakkı paysahibinde olacaktır²⁴⁷.

Paysahibinin daha önce ortaklığa sağladığı alelade bir borcun ve dolayısıyla buna karşılık gelen ortaklıktan olan alacağının, pay sahibinin sermaye artırımını vesilesiyle doğan sermaye borcu ile takas edilmesi mümkündür²⁴⁸. Ancak bu durumda, gerek girişim ortaklığı, gerekse yatırımcı nezdinde bazı hukuki sorunlar ile karşılaşılması mümkündür. Şöyle ki, ortaklığa verilmiş olan borç bir vadeye bağlanmamış veya herhangi başka bir şekilde talep edilebilirliği şarta bağlanmamış ise, ödünç veren paysahibi, ortaklıktan sermaye artırımını gerçekleşmeden söz konusu tutarı talep edilebilir²⁴⁹. Bu durumda, talep üzerine ortaklığın yatırım tutarını nakit olarak iade etme borcu doğabilir ve ilgili tutarın ödenememesi halinde ortaklığın temerrüde düşmesi ve alacaklı tarafından ortaklık hakkında takip başlatılması, ilgili alacağın hacze konu edilmesi ve hatta iflasa sürüklenmesi mümkün olabilir.

²⁴⁴ Ayoğlu, **Sermaye Avansı**, s. 32, 33.

²⁴⁵ **Ibid.**, s. 34.

²⁴⁶ **Ibid.**, s. 37, 38.

²⁴⁷ **Ibid.**, s. 34.

²⁴⁸ **Ibid.**

²⁴⁹ **Ibid.**

Bunun yanı sıra, sermaye artırımı yapılacağı sırada, paysahibi rüçhan hakkını kullanmaya da zorlanamayacaktır²⁵⁰. Bu durumda, yatırımcının ortaklığa koyduğu yatırım tutarı ile pay alması beklenirken, bekleme dönemi süresince, yatırımcının pay alımından vazgeçmesi halinde ortaklığın yatırımcının ödünç vermiş olduğu parayı ödeme yükümlülüğü doğabilecektir. Bu husus daha önce ABD Hukuku'na ilişkin yaptığımız değerlendirmelerde paylaştığımız üzere, girişim ortaklığı yönetim kurulu ve diğer paysahipleri özelinde borçlanma aracı niteliğindeki dönüştürülebilir tahvillerin kullanılmasında da yaşanmakta olan, yapılan yatırımın geri ödenebilecek olması gözetilerek işlem yapma ve yönetim kurulu üyelerinin özen borcu uyarınca bu yönde şirket menfaatini gözetme yükümlülüğü oluşturmaktadır²⁵¹.

Uygulamada değinilmeyen, ancak tek pay satışı ile sağlanabilecek faydalardan biri de, paysahiplerine yapılan devrin, paysahibi olmayan yatırımcıya yapılanın aksine, bağlam hükümlerine tabi olmaksızın gerçekleştirilebilmesidir. Nitekim, TTK m. 493(1) ve (2) uyarınca, “*Şirket, esas sözleşmede öngörülmüş önemli bir sebebi ileri sürerek veya devredene, paylarını, başvurma anındaki gerçek değeriyle, kendi veya diğer pay sahipleri ya da üçüncü kişiler hesabına almayı önererek, onay istemini reddedebilir*” ve “*Pay sahipleri çevresinin bileşimine ilişkin esas sözleşme hükümleri, şirketin işletme konusu veya işletmenin ekonomik bağımsızlığı yönünden onayın reddini haklı gösteriyorsa, önemli sebep oluşturur*”. Bu durumda, ilgili onayın önemli bir sebep ileri sürülerek reddedilebilmesi ve bu önemli sebebin de işletme konusu ve ekonomik bağımsızlığı yönünden onayın reddini haklı gösterecek nitelikte olması gerektiği düşünüldüğünde, işletme konusu ve ekonomik bağımsızlığın, halihazırda pay sahibi olan bir kişiye karşı iddia edilmesi ancak çok sınırlı hallerde geçerli

²⁵⁰ **Ibid.**

²⁵¹ Bu sorunun çözülmesi için, yatırımcı ile girişim ortaklığı arasında yapılacak bir sözleşme ile ilgili ödünç tutarının vadesi ve ne şekilde kullanılacağına hüküm altına alınması düşünülebilir.

olabilecektir²⁵². Somut olayın özellikleri haklı göstermedikçe, bunun dışındaki olasılıkları genel olarak paysahiplerine uygulamak mümkün olmayacaktır²⁵³.

Yatırımcının, girişim ortaklığına ödünç verme suretiyle fon kullanılması ve fonun kullanımından sonra sermaye artırımına ilişkin bir karar verilmesi halinde ilgili sermaye artırımını yapılamadıkça kadar girişim ortaklığının mali durumunun kötüleşmesi durumunda, sermaye artırımını takiben TTK m. 376 uyarınca sermaye ile kanuni yedek akçeler toplamının ilgili maddede gösterilen oranlarda zarar sebebiyle karşılıksız kalıp kalmayacağı da, bu yöntem ile yapılan yatırımlar açısından, yönetim kurulu tarafından gözetilmesi gereken bir konudur. Doktrinde, TTK m. 376/2’de gösterilen durumun gerçekleşmesinin, sermaye artırımının başkaca bir işlem yapılmaksızın gerçekleştirilebilmesi yönünden bir sınır teşkil ettiği ve TTK m. 376/2 anlamında maddede gösterilen şekilde sermayesi karşılık kalan veya TTK m. 376/3 anlamında borca batık durumda bulunan bir anonim ortaklığın, başkaca bir işlem yapmaksızın doğrudan nakdi sermaye artırımını yapmasının mümkün olmadığı savunulmaktadır²⁵⁴.

Bir paysahibinin girişim ortaklığına sermaye avansı koyma veya adi nitelikte ödünç verme yükümlülüğü altına sokulabileceği paysahipleri sözleşmesi akdedilmesi mümkündür. Bu durumda girişim ortaklığı değil, sözleşmeye taraf olan diğer paysahipleri tarafından ilgili borcun yerine getirilmemesi sebebiyle TBK m. 121’de gösterilen yükümlülöklere başvurulması gerekecektir. Bu noktada, TBK m. 129/1 uyarınca üçüncü kişi olan ortaklığın yararına yapılan sözleşmede ifayı doğrudan ve bizzat ortaklığın talep etmesine yönünde bir yetki tanınabilir²⁵⁵.

²⁵² Tamer Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam) -Die Vinkulierung-**, İstanbul, 2016, s. 174; Konuya ilişkin olarak kontrol değişikliğinin engellenmesi kapsamında, örneğin, ortaklık paylarının halihazırda paysahibi olan bir kişinin elinde toplanmasının önlenmesi için esas sözleşmede bir bağlam hükmüne yer verilebileceğine, ancak, bu durumda önemli sebebin reddi haklı gösterecek şekilde somut nitelikte olması zorunluluğuna ilişkin açıklamalar için bkz. Necdet Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, İstanbul, 2013, s. 268, 269; Pay yüzdesinin sınırlanmasına yönelik olarak düzenlenen esas sözleşme hükümlerinin, yalnızca “işletmenin bağımsızlığı” bağlamında konulabileceğine ilişkin olarak bkz. Ünal Tekinalp, **Anonim Ortaklıkla Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul, 2012, p. 6-14.

²⁵³ Bozkurt, s. 174.

²⁵⁴ Soykan, s. 304 vd.

²⁵⁵ Ayoğlu, **Sermaye Avansı**, s. 36.

2.2.2. Pay Tabanlı Finansman

Anonim ortaklıklar, finansman arayışında, finansman sonucunda elde edilecek kazancın şüpheli olduğu durumlarda, ilgili yatırımın sonuçlarını vererek ortaklığın kâr elde etmeye başladığı zamana kadar bu sermaye artırımına katılan kişilere herhangi bir ödeme yükümlülüğü doğurmaması sebebiyle; ödünç almak yerine sermaye artırımı yoluyla bu finansman ihtiyacını gidermeyi tercih etmek isteyebilir²⁵⁶. Bu sebeple, yatırımcıların, herhangi bir temettü elde edememe endişesi ile bu tür yatırımda çekinceli davranacağı ve bunun yerine ortaklıktan doğrudan ve yatırımın başarılı bir sonuç vermesinden bağımsız olarak ilgili tutarın geri ödenmesine ilişkin talep hakkı doğuran ödünç sözleşmesi yahut borçlanma aracı vasıtasıyla yatırım yapmayı istemesi düşünülebilir²⁵⁷.

Ancak, günümüzde özellikle çekirdek ve erken dönem yatırımları açısından, ilgili girişim ortaklığının başarısız olması durumunda zaten ödünç alınmış tutarı geri ödeyememe ihtimalinin yüksek olması ve yatırımcıların bu riskli yatırımları, payların, ilerleyen yatırım turlarında veya halka açılmada değerlerinin artacağı ve bu yolla yüksek gelirler elde edilebileceği düşüncesiyle yaptıkları gözetildiğinde, standart ortaklık yatırım uygulamaların aksine, ilgili yatırımcının, ortaklık payı elde etmesindeki menfaatinin daha yüksek olduğu anlaşılabacaktır.

Ancak, girişim ortaklıklarına pay tabanlı finansman sağlamak, her zaman kolay veya nitelikleri gereği uygulanabilir değildir. ABD Hukuku'na ilişkin değerlendirmeler kapsamında, pay tabanlı yatırımların çekirdek ve erken dönem girişim ortaklıkları için tercih edilmemesi ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ortaya çıkmasındaki sebeplerin bir kısmı, Türk hukuku açısından yapılacak değerlendirmelerde de kendisine yer bulacaktır. Hatta, ABD Hukuku'nda uygulanan ve çıkarılmasına izin verilen paylar ile çıkarılmış payların farklı sayıda olabilmesi ve yönetim kuruluna verilen geniş yetkiler ile bu payların çıkarılmasına imkan sağlanmasına ilişkin kuralların uygulanmasındaki farklılıklar, sermaye artırımını ve yeni pay ihracı yoluyla yatırım yapılmasını daha zor bir hale getirebilecektir. Bu kapsamda,

²⁵⁶ İmregün, s. 447.

²⁵⁷ Ibid.

aşağıda, genel anlamda Türk Hukuku'nda uygulanan pay tabanlı finansman yöntemleri incelenerek bunların girişim ortaklıklarına yatırım açısından yarattığı hukuki problemlere değinilmeye çalışılacak ve Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sağladığı sistem ile benzerlik ve farklılıkları irdelenecektir.

2.2.2.1. Sermaye Artırımı Yoluyla Primli Pay İhracı

2.2.2.1.1. Genel Olarak Primli Pay

TTK m. 347'ye göre payların itibari değerlerinin üzerinde bir bedelle, primli (*agiolu*) olarak ihracı mümkündür. Primli payların ihracı ancak esas sözleşmede bu yönde bir hüküm bulunması halinde yahut genel kurulun bu yönde alacağı bir kararla gerçekleştirilebilir. İtibari değer üzerinde yer alan farka “agio” veya “prim”; böyle paylara ise “agio paylar” ya da “primli paylar” yahut “başabaş değer üstünde bedelli paylar” denilmektedir²⁵⁸.

Primden söz edilebilmesi için, payın anonim ortaklık tarafından ihraç edilmesi esnasında primin öngörülmesi gerekmektedir; yoksa bir paysahibinin payını, itibari değer üzerinde bir bedelle satması halinde primden söz edilmesi mümkün değildir²⁵⁹.

Primli pay ihracı anonim ortaklıkların finansman ihtiyacı duyduğu durumlarda; mevcut paysahiplerinin ortaklıktaki pay oranları seyreltilmeksizin bu finansman ihtiyacının karşılanması için kullanılan bir yöntemdir. Bu bağlamda, şirketin ihtiyaç duyduğu finansmandan hedeflenen ortaklık yapısını sağlamaya yetecek olanı sermaye artırımla; kalan kısmı ise prim olarak şirkete aktarılmaktadır. TTK m. 519 uyarınca primler kanuni yedek akçelere eklenmektedir.

²⁵⁸258 Tekinalp, **Ortaklıklar I**, n. 778.

²⁵⁹ **Ibid.**

2.2.2.1.2. Sermaye Artırımı

Anonim ortaklıklarda sermaye; paysahiplerinin ortaklığa getirmeyi taahhüt ettikleri malvarlığının toplamının ortaklık esas sözleşmesinde sabit bir nakit değer olarak ifadesidir²⁶⁰. Ortaklık esas sözleşmesinde sabit bir şekilde ifade edilen bu değer; ortaklığın malvarlığının artması ya da azalmasından etkilenmemektedir.

Sermaye artırımı ortaklık bilançosunda yer alan “esas sermaye” veya “çıkarılmış sermaye” kaleminin yükseltilmesidir²⁶¹. Bu bağlamda, sermaye artırımı da teknik olarak bir esas sözleşme değişikliğidir; değişiklik esas sözleşmenin sermaye maddesine yönelmiştir²⁶².

Sermaye artırımı kurumunun, esas sözleşme değişikliği kurumunun yanı sıra düzenlenmiş olması; sermayenin bir ortaklık için sahip olduğu önemi göstermektedir²⁶³. Bu bağlamda, sermaye artırımı için TTK’da paysahiplerinin ve alacaklıların korunması için özel usuller öngörülmüştür.

Sermaye artırılması kanunla tanınmış bir hak olduğu için ayrıca esas sözleşmede bu bağlamda bir hükmün yer almasına lüzum bulunmamaktadır²⁶⁴. Sermaye artırımının bir hak olarak öngörülmüş olması karşısında, artırımın zorunlu olması kural olarak söz konusu olmamaktadır. Esas sermaye artırımının geçerli olabilmesi için, alınacak artırım kararı kapsamında herhangi bir gerekçe verilmesi gerekli değildir²⁶⁵. Paysahipleri sermaye artırımına katlanmak zorundadır; sermayenin mevcut hali paysahipleri için kazanılmış bir hak olarak değerlendirilemez²⁶⁶. Buna karşılık paysahiplerinin genel kurul kararının iptali davası açmaları halinde, özellikle dürüstlük kuralına aykırılık nedeniyle açılan iptal davalarında, davalı şirket, söz konusu artırımın gerekçesini, en azından şirket açısından gerekliliğini ortaya koymalıdır. Öte yandan,

²⁶⁰ Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, İstanbul, 2015, s. 1.

²⁶¹ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1328.

²⁶² Kayıtlı sermaye tavanının yükseltilmesinin bir esas sözleşme değişikliği olmadığı yönünde bkz. Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1328.

²⁶³ Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 1.

²⁶⁴ **Ibid.**

²⁶⁵ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1331.

²⁶⁶ **Ibid.**, n. 1333.

paysahiplerinin sermaye artırımına katılma yükümlülükleri de bulunmamaktadır²⁶⁷. Ayrıca sermaye artırımının dürüstlük kurallarına aykırı bir şekilde bir grup pay sahibi tarafından diğer bir grup pay sahibinin ortaklıkta sahip olduğu payların oranının düşürülmesi için kullanılması da kanun tarafından korunmamaktadır. Sermaye artırımının dürüstlük kuralına aykırı olmaması şarttır²⁶⁸.

Esas sermaye artırımının başlıca sebepleri; (i) anonim ortaklığın gelişmesinin sağlıklı yürütülmesi ve yeni projeler geliştirilmesi için daha fazla sermayeye ihtiyaç duyulması; (ii) ödünç alım imkanının azalması, borç almanın anlamsızlığı ya da anonim ortaklık üzerinde makul olmayan bir yük oluşturması; (iii) özkaynakların yeniden yapılandırılması dolayısıyla çeşitli faydalar elde edilebilecek olması; (iv) yitirilen sermayenin tamamlanmasının gerekli olması; (v) ortaklık yeniden yapılandırılmaları dolayısıyla esas sermaye artırımının gerekli olması olarak karşımıza çıkmaktadır²⁶⁹.

Anonim ortaklıkta sermaye artırımları söz konusu ortaklıkça benimsenen sermaye sistemine ve söz konusu artırımın şarta bağlı olup olmadığı göz önüne alınarak gerçekleştirilmektir. Bu bağlamda, bir anonim ortaklıkça benimsenebilecek sermaye sisteminin esas sermaye sistemi ya da kayıtlı sermaye sistemi olabileceği TTK m. 332’de belirtilmiştir. Esas sermaye tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade etmektedir; bu bağlamda tamamının esas sözleşmede taahhüt edilmiş olması esas sermayeyi kayıtlı sermaye sisteminden ayırmaktadır, zira esas sözleşmede sermayenin yönetim kurulunca artırılabilmesi tavanı belirleyen kayıtlı sermaye sisteminde sermayenin tamamı henüz taahhüt edilmiş değildir²⁷⁰.

TTK m. 347 ve TTK m. 460/4 hükümleri hem esas sermaye sisteminde hem de kayıtlı sermaye sisteminde yapılacak artırımlarda primli pay ihraç edilmesi olanaklı hale getirmektedir.

²⁶⁷ *Ibid.*, n. 1337.

²⁶⁸ *Ibid.*, n. 1335.

²⁶⁹ *Ibid.*, n. 1330.

²⁷⁰ İsmail Kırca, Feyzan Hayal Şehirali Çelik ve Çağlar Manavgat, *Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1*, Ankara, 2013, s. 403.

Sermaye taahhüdü yoluyla sermayenin artırılması ve bu kapsamda primli payların ihracı için, TTK m. 459 ve devamında gösterilen usullere uyulması gerekmektedir. Artırıma, TTK m. 456(2) uyarınca, esas sermaye sisteminde genel kurul, kayıtlı sermaye sisteminde ise yönetim kurulu karar vermektedir. Esas sözleşmede aksine ağırlaştırıcı bir hüküm bulunmadığı takdirde, sermaye artırım kararı, TTK m. 421/1'ge gösterilmiş olan toplantı ve karar nisaplarına uyarak alınmaktadır. Buna göre, karar, girişim ortaklığı sermayesinin en az yarısının temsil edildiği genel kurulda, toplantıda mevcut bulunan oyların çoğunluğu ile alınır. İlk toplantıda öngörülen toplantı nisabı elde edilemediği takdirde, en geç bir ay içinde ikinci bir toplantı yapılabilir. İkinci toplantı için toplantı nisabı, şirket sermayesinin en az üçte birinin toplantıda temsil edilmesidir.

Sermaye artırımında gözetilmesi gereken bir diğer husus, TTK m. 461 uyarınca her pay sahibinin, yeni çıkarılan payları, mevcut paylarının sermayeye oranına göre alma hakkını haiz olması, yani paysahiplerinin rüçhan hakkıdır. Bu hak, ancak TTK m. 461 uyarınca genel kurulun, sermayenin artırımına ilişkin kararı ile ve ancak haklı sebepler bulunduğu takdirde ve en az esas sermayenin yüzde altmışının olumlu oyu ile sınırlandırılabilir veya kaldırılabilir.

Esas sermaye sisteminin benimsendiği bir girişim ortaklığına yatırım yapılması ve bunun karşılığında sermaye artırım ile çıkarılacak yeni primli payların edinilmesi için, yatırımcının, girişim ortaklığına ilişkin değerlemesini tamamlamış ve yatırımcının yapacağı yatırım karşılığında alacağı primli payların sayısına yatırımcı ve girişim ortaklığı tarafından karar vermiş olması gerekmektedir. Sermaye artırımının, özellikle çekirdek ve erken aşama girişim ortaklıkları nezdinde tercih edilmemesinin en önemli sebeplerinden biri budur.

Tarafların, alınacak pay sayısı ve ortaklık değerlemesi üzerinde mutabık kalmaları sonrasında ise, sermaye artırım sonrasında pay sahibi niteliğini haiz olacak yatırımcının, gerek ortaklık nezdindeki paylarına tanınan haklarının belirlenmesi ve gerekli görülmesi halinde imtiyazlar tanınması yahut bağlam ve benzeri mekanizmalar eklenerek esas sözleşmenin değiştirilmesi gerekmektedir. Yine, paysahipleri arasındaki ilişkilerin somutlaştırılması için paysahipleri sözleşmeleri akdedilmektedir. Bu kapsamda, yapılan müzakerelerin süresi ve hukuki maliyetine ne yatırımcı ne de

girişim ortaklığı nezdinde katlanılmak istenmemesi ise, çekirdek ve erken dönem girişimlerde, sermaye artırımını ile pay edinilmesi yoluyla yatırımın tercih edilmemesinde önemli bir etkidir.

Bununla birlikte, girişim ortaklığı ve yatırımcının, bu yatırım türünü tercih etmesi durumunda, yukarıda gösterilen nisaplar ile bir genel kurul kararının alınması gerekecektir. Yine, ilgili yatırım tutarı ve girişim ortaklığındaki pay oranının sağlıklı bir şekilde belirlenebilmesi için, ya paysahiplerinden rüçhan hakkının kullanılmayacağına ilişkin beyan alınmalı yahut TTK m. 461(2) kapsamında rüçhan hakkı sınırlandırılmalı veya kaldırılmalıdır.

2.2.2.2. Girişim Ortaklığının Yeni Çıkarılacak Payları Alma Hakları Tanıyan İntifa Senetleri İhracı

Anonim ortaklıkta herhangi bir payı temsil etmemekle ve dolayısıyla pay sahipliği hakları sağlamamakla birlikte, sahibine malvarlıksal haklar sağlayan kıymetli evrak niteliğini haiz senetlere intifa senedi denmekte ve bu senetlerin bazı hallerde menkul kıymet niteliğini haiz olduğu da vurgulanmaktadır²⁷¹. TTK m. 503 uyarınca, intifa senetlerine ilişkin açık bir tanım verilmemekle birlikte, haiz olabilecekleri özellikler açıklanmıştır. Bu kapsamda, intifa senetlerinin sahiplerine pay sahipliği hakkı vermediği ancak net kara, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyabileceği kanun lafzında açıkça ifade edilmiştir.

TTK m. 502’de ise, intifa senetlerinin çıkarılma usulleri düzenlenmiş ve bunların ilk esas sözleşmede yer alması yahut esas sözleşmenin genel kurul tarafından değiştirilmesi ile çıkarılabileceği hüküm altına alınmıştır. Yine, TTK m. 502 kapsamında, intifa senetlerinin herkese değil, ancak bedeli kanuna uygun olarak yok edilen payların sahipleri, alacaklılar ve bunlara benzer bir sebeple şirketle ilgili olanlar lehine çıkarılabileceği söylenmiştir.

TTK m. 503 hükmünden anlaşılabileceği üzere, intifa senetleri MK’da düzenlenen intifa hakları ile ilişkili değildir. Sahibine, anonim ortaklığın

²⁷¹ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1214.

malvarlığından kaynaklanan bazı haklara “katılma” hakkı bahşeder²⁷². Doktrinde, bu katılma hakkının esas sözleşme değişikliğinin tescili ile doğduğu ve senede bağlama ile kıymetli evrak niteliği kazandırmanın yalnızca açıklayıcı etkisi olduğu ve tedavül olanağı sağladığı savunulmaktadır²⁷³.

İntifa senedi sahiplerinin, pay sahibi olmamaları nedeniyle, esas sözleşmede bu haklar tanınmış olsa bile ortaksal hakları yoktur²⁷⁴. Bu sebeple, anonim ortaklık intifa senetleri, bu senetlerin sahiplerinin onayı olmaksızın esas sözleşme değiştirilerek kaldırılamaz ve bu haklar sınırlanamaz.

Bu hakların yalnızca esas sözleşme değişikliği yapılması kaydıyla genel kurula verilmiş bir yetki ile çıkarılmasının öngörülmesinin sebebi ise, aslında katılmaya konu malvarlıksal hakların aslında pay sahiplerine tanınan haklar olmasındandır. kâr payı ve tasfiye payına katılma veya yeni çıkarılacak payları alma gibi haklar, aslında anonim ortaklığın malvarlığından kaynaklanan hakları, anonim ortaklık paysahipleri lehine sınırlandırmakta ve bu hakların asıl yararlanıcıları olan paysahiplerinin haklarına ortaklık bakımından üçüncü kişi konumunda olan intifa senedi sahiplerine tanınan haklar ile azaltmada bulunmaktadır²⁷⁵.

İntifa hakkı sahiplerinin, pay sahibi sıfatını haiz olmaması sebebiyle, genel kurul kararlarına katılma ve oy verme gibi hakları bulunmamaktadır. Bu durumda, özellikle iç kaynaklardan sermaye artırımı ve benzeri kararların verilmesi ile intifa senedi sahiplerinin haklarının kısıtlanması gündeme gelebilecek ise de, intifa senedi sahiplerinin bu noktada karara katılma gibi hakları bulunmamaktadır. Ancak, doktrinde, bu kararların özellikle hakların sakınılarak kullanılması ilkesi dikkate alınarak değerlendirilmesi gerektiği savunulmaktadır²⁷⁶.

İntifa senetlerinin şekli konusunda, ne TTK’da ne de SerPK ya da ilgili yönetmeliklerde herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Bu noktada, doktrinde pay

²⁷² *Ibid.*, n. 1215.

²⁷³ *Ibid.*, n. 1216.

²⁷⁴ *Ibid.*, n. 1217.

²⁷⁵ *Ibid.*, n. 1219.

²⁷⁶ *Ibid.*, n. 1223.

senetlerine ilişkin TTK m. 487 hükmünün örneksene yoluyla uygulanabileceği savunulmaktadır²⁷⁷.

Konumuz ile öncelikli olarak ilgili olan yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan intifa senetleri, sahiplerine yeni çıkarılacak payları satın alma hakkı tanımaktadır. Bu tür intifa senetleri ile münferit ve belirli bir sermaye artırımında çıkarılacak payları satın alma hakkı tanınabileceği gibi, intifa senedi sahibinin dilediği sermaye artırımında hakkı kullanması yetkisinin de tanınabileceği savunulmaktadır²⁷⁸.

Bu hakkın kullanımı, ancak paylara ilişkin bedelin yatırılması ile mümkün olup, payların bedelsiz olarak iktisabı mümkün olmayacaktır²⁷⁹. Ayrıca, esas sözleşme hükmünde her bir intifa senedinin ne kadar yeni pay taahhüdünde bulunabileceği de açıkça belirtilmelidir²⁸⁰.

İntifa senetlerinin bedelsiz çıkarılmaları esas alınmıştır, ancak, TTK’da gösterilen hükümler, ilgili intifa senetlerinin bir bedel karşılığında çıkarılmasını engellememektedir²⁸¹ ve bu senetler genel olarak “katılma intifa senetleri” olarak anılmaktadır. Katılma intifa senetleri, aynı zamanda, SPK’nın VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nde de düzenlenmiştir. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 4(1)k uyarınca, katılma intifa senetleri “*ortaklıklar tarafından nakit karşılığı satılmak üzere ihraç edilen net kardan pay alma, tasfiye sonucunda kalan tutara katılma veya halka açık olmayan ortaklık tarafından yeni çıkarılacak payları alma hakkı tanıyan pay benzeri menkul kıymetleri*” ifade etmektedir. Tanımdan da anlaşılabileceği üzere, katılma intifa senetleri SerPK m. 3(1)o’da sayılan “pay benzeri diğer kıymetler” olup²⁸² menkul kıymet niteliğinde ve dolayısıyla SerPK m. 3(1)ş uyarınca sermaye piyasası aracı niteliğindedir. Bu noktada, gerek nakit karşılığı çıkarılan gerekse çıkarılmayan intifa senetlerinin pay benzeri kıymetler olarak nitelendirilebileceği düşünüldüğünde,

²⁷⁷ **Ibid.**, n. 1225.

²⁷⁸ **Ibid.**, n. 1249.

²⁷⁹ **Ibid.**, n. 1249.

²⁸⁰ **Ibid.**, n. 1249, 1236.

²⁸¹ Konuya ilişkin tartışmalar için bkz **Ibid.**, n. 1251 vd.

²⁸² Yanlı, s. 33.

bunların halka arz edilmeksizin satışında dahi, ihraç belgesinin SPK'ya onaylatılması gibi yükümlölükler doğmaktadır²⁸³.

Bu noktada, ABD Hukuku kapsamında incelenen Tek Tip Yatırım Sözleşmeleri özelinde, yeni sermaye artırımları sonucu çıkarılacak payları satın almaya ilişkin hakların intifa senetleri yoluyla verilebileceği düşünölse de, yukarıda borçlanma araçları ihracına ilişkin olarak yaptığımız değerlendirmeler geçerliliğini koruyacak; ve bu yolla yatırım yapılması gerek ihraç belgesi onaylatma gerekse esas sözleşme değişikliği gibi işlemlerin operasyonel ve hukuki maliyeti sebebiyle çekirdek ve erken dönem girişim ortaklıkları tarafından tercihinden kaçınılacak yöntemler olacaktır. Bunun yanında, esas sözleşme değişikliği ile tanınan intifa senetlerine ilişkin itibari değer ve pay alım hesaplama yöntemlerinin yatırım sürecinde belirlenmesi zorunluluğu ortadan kalkmadığı gibi, yatırımcının kimliğinin önemli olduğu yatırımlar açısından, ilgili intifa senetlerinin yatırımcılar tarafından başkalarının devrinin önüne geçilmesi için ek hukuki önlemler alınması zorunluluğu doğacaktır.

²⁸³ Ibid., s. 34.

3. TEK TİP GİRİŞİM YATIRIMI SÖZLEŞMESİ'NİN TÜRK HUKUKU'NDA ANONİM ŞİRKETLERE YAPILACAK YATIRIMLAR AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ VE BENZER HUKUKİ İŞLEMLERİN İNCELENMESİ

3.1.Türk Hukuku'nda “Dönüştürülebilir Sermaye Piyasası Aracı” (*Convertible Security*) Kavramı

3.1.1. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin Hükümlerini İçeren Sözleşmelerin Sermaye Piyasası Aracı Olup Olmadığı

Yukarıda söz edildiği üzere, Türk Hukuku'nda dönüştürülebilir sermaye piyasası araçları olarak nitelendirilebilecek ve hamiline paya dönüştürme veya tahvil bedelinin iadesi haklarından birini kullanmaya yönelik bir opsiyon hakkı sağlayan paya dönüştürülebilir tahviller bulunmaktadır. Ancak, bu tahvillerin sahibine, bir opsiyon hakkı tanınması ve vade tarihinden bir ay önce kullanılması ile dönüştürme hakkını kullanma imkanı sağlaması (ancak bu yönde bir zorunluluğu getirmemesi), bu tahvilleri ABD Hukuku kapsamında kısaca inceleme şansı bulduğumuz dönüştürülebilir tahvillere (*convertible notes*) benzer kılmaktadır. Oysa, yukarıda açıklandığı üzere, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile ulaşılmak istenen temel hukuki sonuç; Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde belirlendiği üzere paya dayalı yatırımın gerçekleşmesi halinde Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin kendiliğinden Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen oranlarda paya dönüşmesidir. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'ni ABD Hukuku'nda dönüştürülebilir tahvillerden ayıran en önemli özellikler; yatırımcıya, kendi irade beyanı ile kullanabileceği, borcun nasıl ifa edileceğine ilişkin bir tercih hakkı sunmaması; vade içermemesi ve vadeden sonra ilgili yatırım tutarının geri iadesi imkanı tanımamasıdır.

Bu kapsamda, bir inceleme yapıldığında, Türk Hukuku'nda, ABD Hukuku'nda “*convertible security*” olarak ifade edilen ve içerikleri ile farklılaştırılabilen sermaye

piyasası araçlarına denk, SPK tarafından detaylı olarak tanımlanmış bir sermaye piyasası aracı bulunmadığı sonucuna ulaşılabilecektir.

Ancak yukarıda borçlanma araçlarına ilişkin yaptığımız değerlendirmelerde açıklamış olduğumuz üzere, gerek TTK gerekse SerPK veya ilgili mevzuatta, sermaye piyasası araçlarına ilişkin tanımlara yer verilmemiş; birtakım sermaye piyasası araçlarının sıralanması ve SPK’ya SerPK’da gösterilenlerden başkaca araçların özellik ve ihraç şartlarının belirlenmesi noktasında bir yetki tanınmasıyla yetinilmiştir.

Bu kapsamda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin barındırdığı özellikler incelenerek bir değerlendirme yapılması ve Türk Hukuku kapsamında Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’ne benzer bir sözleşmenin akdedilmesi ile herhangi bir sermaye piyasası aracı ihraç edilip edilmediği sorusuna verilecek yanıt; SerPK m. 3(1)ş kapsamındaki sermaye piyasası aracı tanımına başvurmayı gerektirecektir. Bu tanıma göre, sermaye piyasası araçları, *“Menkul kıymetler ve türev araçlar ile yatırım sözleşmeleri de dâhil olmak üzere Kurulca bu kapsamda olduğu belirlenen diğer sermaye piyasası araçlarını”* ifade etmektedir.

Bu durumda, sermaye piyasası araçlarını münferit olarak incelemek gerekirse:

(i) **Menkul kıymetler**, SerPK m. 3(1)o uyarınca *“Para, çek, poliçe ve bono hariç olmak üzere; (1) Paylar, pay benzeri diğer kıymetler ile söz konusu paylara ilişkin depo sertifikalarını, (2) Borçlanma araçları veya menkul kıymetleştirilmiş varlık ve gelirlere dayalı borçlanma araçları ile söz konusu kıymetlere ilişkin depo sertifikalarını”* ifade etmektedir.

Bu kapsamda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nde gösterilen şartlar gerçekleştiğinde, bir paya dönüştürme veya tasfiye payı yahut kalan varlıklara katılma gibi haklar sağladığı düşünüldüğünde; yatırım turuna ilişkin şart gerçekleşmediği ve dolayısıyla yatırımcı pay sahibi olmadığı müddetçe “pay” niteliğinde olmadığı veya bir depo sertifikasını²⁸⁴ ifade etmediği söylenebilir. Pay

²⁸⁴ SerPK’da depo sertifikalarına ilişkin bir tanıma yer verilmemiştir. SPK’nın VII-128.4 sayılı Yabancı Sermaye Piyasası Araçları ve Depo Sertifikaları ile Yabancı Yatırım Fonu Payları Tebliği m. 4(1) b uyarınca *“Depo Sertifikası: Saklama kuruluşlarında saklanan yabancı sermaye piyasası araçlarını*

benzeri menkul kıymetler ise SPK'nın VII-128.1 sayılı Pay Tebliği m. 4(1)r uyarınca *“Sermayede temsil edilmesi zorunlu olmayan, sabit bir getiri taahhüdü barındırmayan, pay sahipliği haklarından birini ya da bir kısmını veren ve bu nitelikte olduğu Kurulca belirlenen menkul kıymetleri”* ifade etmektedir. Bu kapsamda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sağladığı şarta bağlı paya dönüştürme işlemi açısından, TTK m. 504'te gösterilen, sermaye artırımına katılma hakkı bahşeden intifa senetlerine benzer bir hakkın tanındığından bahisle, pay benzeri menkul kıymet niteliğinde olabileceği düşünülebilir. Ancak, bu intifa senetlerinin pay benzeri menkul kıymet niteliğini haiz olmalarının sebebini paysahiplerine özgü “rüçhan” hakkını intifa senedi sahiplerine bahşetmeleridir. Bu kapsamda düşünüldüğünde, yeni yatırım turunun gerçekleşmesi şartına bağlı olarak, ABD Hukuku'nda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile tanınan paya dönüşme hakkının; paysahibi olmayan bir kimseye bir paysahipliği hakkı tanınması olarak nitelendirilmesinin doğru olmadığı kanaatindeyiz. Nitekim, burada sağlanan hak ve paya dönüştürme, ABD Hukuku'nda, sermaye piyasası araçlarının niteliği ve kayıtlı sermaye sistemine benzer bir şekilde çıkarılmasına izin verilmiş payların yönetim kurulunca doğrudan çıkarılabilmesine ilişkindir. Bu kapsamda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bir pay benzeri menkul kıymet yahut SerPK'daki tanımla pay benzeri diğer kıymet olarak değerlendirilmemesi gerektiği görüşündeyiz.

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bir borçlanma aracı yahut buna ilişkin depo sertifikası olup olmadığı sorusuna cevap vermek içinse borçlanma araçlarının niteliklerinin incelenmesi gerekecektir. Bu kapsamda, bir önceki bölümde yaptığımız açıklamalardan anlaşılabileceği üzere, SerPK'da borçlanma araçlarının tanımı yer verilmemiş; SPK'nın VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği'nde de m. 3(1)b kapsamında, borçlanma araçları, tebliğde tanımlanan araçların borçlanma aracı olduğunu söyleyen ve bu araçları sıralayan bir şekilde tanımlanmış ve SPK'nın niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğunu kabul edeceği sermaye piyasası araçlarını da içereceği ifade edilmiştir. Bu kapsamda, doktrinde, bu araçların temel işlevinin “borçlanma” olduğu ve bir tüketim ödücü sözleşmesine dayandığı savunulmuştur.

temsilen depocu kuruluş tarafından ihraç edilen ve sahibine bu araçların verdiği hakları aynen sağlayan, bunlara özdeş, nominal değeri Türk Lirası olarak veya T.C. Merkez Bankası'na günlük alım satım kurları ilan edilen yabancı paralar cinsinden ifade edilen sermaye piyasası aracını” ifade etmektedir.

Tüketim ödöncü sözleşmelerinin unsurlarında misli olarak tüketilen şeyin geri iadesi yükümlölüğü bulunduğı ve bu sözleşmelerin ifasındaki asıl amacın “ödönc” olduğı düşünöldüğünde, aslen, şartın gerçekleşmesi ile paya dönüşme imkanı sağlayan ve yeni yatırım yerine başka şartların gerçekleşmesi durumunda tasfiye payından yatırım tutarının iadesi yükümlölüğü getiren Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin temelinde borcun iadesinin yer almadığı ve dolayısıyla bir tüketim ödöncü sözleşmesi niteliğinde olmadığı kanısındayız. Bu durumda, temelde bir ödönc ilişkisine dayanmayan ve borçlanmanın temel amacını da sağlamayan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin niteliğı itibariyle bir borçlanma aracı da olamayacağı görüşündeyiz²⁸⁵.

(ii) **Türev araçlar**, SerPK m. 3(1)u uyarınca: “Aşağıda sayılan veya Kurulca bu kapsamda olduğı belirlenen diğör türev araçları: (1) Menkul kıymetleri satın alma veya satma veya birbirleri ile değıştirme hakkı veren türev araçları, (2) Değeri, bir menkul kıymet fiyatına veya getirisine; bir döviz fiyatına veya fiyat değışikliğine; faiz oranına veya orandaki değışikliğe; bir kıymetli maden veya kıymetli taş fiyatına veya fiyat değışikliğine; bir mal fiyatına veya fiyat değışikliğine; Kurulca uygun görölen kurumlarca yayınlanan istatistiklere veya bunlardaki değışikliğe; kredi riski transferi sağlayan, enerji fiyatları ve iklim değışkenleri gibi ölçüm değeri olan ve bu sayılanlardan oluşturulan bir endeks seviyesine veya seviyedeki değışikliğe bağı olan türev araçları, bu araçların türevlerini ve sayılan dayanak varlıkları birbirleri ile değıştirme hakkı veren türevleri, (3) Döviz ve kıymetli madenler ile Kurulca belirlenecek diğör varlıklar üzerine yapılacak kaldırıcı işlemleri,” ifade etmektedir.

Türev araçlar, temel olarak, değeri başka bir finansal varlığın veya malın değerine doğrudan bağı olan finansal araçlardır ve dayanak varlığın sahipliğinin el değıştirmesine gerek olmaksızın, bu varlıkla ilgili hak ve yükümlölüklerin ticaretine imkan sağlarlar²⁸⁶. Bu kapsamda, SerPK m. 3(1)u/1 kapsamında sayılan türev araçlar, genel olarak future, forward, opsiyon ve swap muamelelerinden oluşmaktadır. Bu

²⁸⁵ Ancak, Tek Tip Yatırım Sözleşmelerinde gösterilen, örneğın ortaklığın feshi halinde, yatırım tutarının geri ödenme borcuna ilişkin münferit hakkın, bu şartın gerçekleşmesi bakımından borçlanma aracı niteliğı taşıyıp taşımadığı bu doğrultuda bir karma sermaye piyasası aracı olup olmadığı düşünölebilecektir.

²⁸⁶ Adıgözel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, s. 130.

sözleşmelerde, varlık üzerinden türetilen yeni bir değer işlemin konusunu oluşturmaktadır²⁸⁷. Her ne kadar, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde sağlanan temel hak, bir menkul kıymet olan paya dönüştürme olsa da, sözleşmenin niteliğinin, türev araçlar ile sağlanan dayanak varlığın el değiştirmesine gerek olmaksızın varlığın hak ve yükümlülüklerinin ticaretine olanak sağlamaması sebebiyle türev araçların niteliklerini haiz olmadığı düşünülmektedir.

(iii) **Yatırım sözleşmeleri**, SerPK veya herhangi bir SPK tebliği kapsamında tanımlanmamaktadır. Yatırım sözleşmelerinin tanımlanmaması karşısında, **Yanlı**, bu sözleşmenin tanımlanması ve kavramın içinin doldurulmasının öğreti ve yargı uygulamalarına bırakıldığı görüşündedir²⁸⁸. Bu kapsamda, **Yanlı**, benzer bir düzenlemenin yer aldığı ABD Sermaye Piyasası Hukuku'na ilişkin değerlendirmeler ışığında, kavramın somutlaştırılabileceğini düşünmekte ve ABD Hukuku kapsamında tartışılan *Howey Test*'i incelemektedir²⁸⁹. *Howey Test*'in uygulama alanı bulduğu, SEC v. W.J. Howey Co. Davası kapsamında, sermaye piyasası aracı (*security*) kavramı temelinde ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu'nda yer alan yatırım sözleşmesinin unsurlarını (1) bir miktar paranın yatırıma yöneltmiş olması; (2) müşterek bir işletmenin mevcudiyeti; (3) kazanç beklentisi; ve (4) kazancın diğer kişilerin faaliyetlerinden kaynaklanması olarak belirlemiştir²⁹⁰.

ABD Hukuku açısından yapılan değerlendirmelerde, doktrinde, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin, bir yatırım sözleşmesi niteliğinde olduğunu kabul eden yazarlar bulunmaktadır²⁹¹. Bu kapsamda, SerPK'da gösterilen yatırım sözleşmesi tanımının, öğreti ve yargı kararları ile somutlaştırılması görüşü benimsenir ve dolayısıyla ABD Hukuku'nda benimsenen görüşün geçerli olduğu söylenirse, Türk hukuku açısından da, bu sözleşmelerin bir yatırım sözleşmesi ve dolayısıyla sermaye piyasası aracı olduğu sonucuna varılabilecektir.

²⁸⁷ **Ibid.**, s. 130.

²⁸⁸ Yanlı, s. 34.

²⁸⁹ **Ibid.**, s. 11 vd.

²⁹⁰ **Ibid.**, s. 17.

²⁹¹ Bkz. dipnot 114.

Sermaye Piyasası Kurulu uzmanları ise, yatırım sözleşmelerinin tanımlanması noktasında daha farklı bir görüş paylaşmışlardır. Söz konusu uzmanlarca, yatırım sözleşmelerinin SerPK’da tanımlanmadığı ve ne olduğunun tanımlanmasının ikincil düzenlemelere bırakıldığı ifade edilmiştir²⁹². Ayrıca, yatırım sözleşmesi kavramının; aslında tahvil yoluyla borçlanma, pay satın alarak ortak olma veya pay alım veya satım hakkı veren sözleşmeler yapmayı da içerebilecek nitelikte olduğu; ancak, SerPK m. 3’te söz edilen yatırım sözleşmesinin, bunu ifade etmediğini ve ayırt edici özelliğinin *“bir mal veya ürünün veya yapım işinin yatırım sözleşmesinin konusunu oluşturması”* olduğu da belirtilmektedir. Söz konusu uzmanlarca aynı zamanda, uluslararası ölçekteki uygulamalarından yola çıkılarak *“yatırım sözleşmesinin taraflardan birinin (fon sağlayanın yani yatırımcının) sözleşme sonucu tamamlanması beklenen, ortaya çıkacak olan mal, ürün, vs’yi değil ama bu mal veya ürünün sözleşme başı değeri ile sonu değeri arasındaki müspet farkı veya bu mal veya ürünün işletilmesinden doğacak olan kazancı almak üzere fon talep eden ile (yani ihraççıyla) yaptığı sözleşmeleri”* ifade ettiği de belirtmektedir²⁹³.

Eğer ki, “yatırım sözleşmesi” tanımının kapsamı, Sermaye Piyasası Kurulu uzmanlarının görüşlerine paralel olarak, oldukça dar bir şekilde belirlenirse; Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin, içerdiği hükümler bakımından bir mal veya ürünün sözleşme başı değeri ile sonu değeri arasındaki müspet fark yahut bu ürünün işletilmesinden doğacak olan kazancı almaya yönelik bir sözleşme olmaması sebebiyle, yatırım sözleşmesi olmadığının kabulü gerekecektir.

3.1.2. Türk Hukuku kapsamında Girişim Ortaklıklarının Sermaye Piyasası Aracı İhracı

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin bir yatırım sözleşmesi niteliğinde olduğu söylenebilirse, girişim ortaklıklarının yatırımcılar ile Tek Tip Yatırım Sözleşmesi benzeri sözleşmeler akdetmesinin bir sermaye piyasası aracı ihracı olarak nitelendirilmesi gündeme gelebilecektir. Bu durumda ise, SerPK’da açıkça yatırım

²⁹² Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 1003), s. 43.

²⁹³ Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları (Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kurulu, 1003), s. 43.

sözleşmelerinin, sermaye piyasası aracı olarak sayılmış olması ve halka arz edilerek veya edilmeksizin ihraçlarının herhangi bir istisnaya konu edilmemiş olması sebebiyle; SerPK m. 4 ve 11 uyarınca, bu araçların SerPK’da gösterilen kurallara uygun şekilde ihraç edilmeleri, bu kapsamda ihraçları için halka arz edilmeleri halinde izahname, halka arz edilmeksizin ihraçları halinde ise ihraç belgesi hazırlanması ve SPK’ya onaylatılmasının zorunlu olduğu söylenmelidir²⁹⁴.

SerPK veya SPK tebliğlerinde yatırım sözleşmelerinin ihracına ilişkin herhangi bir özellikli düzenleme yer almamaktadır. Bununla birlikte, menkul kıymet ihraçlarına ilişkin olarak talep edilen belgeler ile izahname veya ihraç belgesi hazırlama yükümlülükleri incelendiğinde, yatırım sözleşmesi ihracına ilişkin olarak katlanılması gereken operasyonel ve hukuki giderlerin ABD Hukuku ile karşılaştırıldığında, standart sözleşmelerin kullanılmasındaki faydayı ortadan kaldıracak düzeyde yüksek olması beklenecektir. Ancak, halihazırda SPK tebliğ, yayın, yahut duyurularında bu tür bir ihraca rastlanmaması sebebiyle, bu konuda daha ayrıntılı bir inceleme yapılması mümkün gözükmemektedir.

Bunun yanında, yatırım sözleşmeleri dışında, girişim ortaklığının borçlanma aracı ve benzeri menkul kıymetleri ihracı meselesiyle ilgili olarak, yukarıda borçlanma araçları ve intifa senetlerine ilişkin yapmış olduğumuz değerlendirmeler ışığında, özellikle ihraç sınırlandırmaları ve operasyonel ve hukuki maliyet açısından Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile karşılaştırılabilir bir aracın girişim ortaklıkları tarafından ihracının ticari açıdan makul olmayacağı; makul olsa dahi, bu araçların ihracının Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile sağlanmaya çalışılan hızlı, basit, ucuz bir şekilde ve standart sözleşme ile çekirdek ve erken dönem yatırım alma amacına ulaşmayı mümkün kılmayacağı söylenebilecektir.

Ancak, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi benzeri hükümler ihtiva eden sözleşmelerin, Türk Hukuku’nda yatırım sözleşmesi niteliğinde olmadığı düşünüldüğünde ve başka bir sermaye piyasası aracı olarak da SPK tarafından düzenlenmediği takdirde, ABD Hukuku’nda, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile sağlanan hukuki güvenceden, örneğin, kendiliğinden dönüştürme yahut sermaye piyasası mevzuatlarına aykırı davranışlardan

²⁹⁴ Yanlı, s. 35, 10, 11.

dolayı ortaklık ve yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna başvurma gibi olanaklardan, aynı şekilde istifa edilmesi söz konusu olmayacaktır.

Kendiliğinden paya dönüşme, Türk Hukuku'nda, paya dönüştürülebilir tahviller ile sağlanabilmektedir. Ancak, yukarıda da açıklandığı üzere, paya dönüştürülebilir tahviller, şarta bağlı bir dönüşüm imkanı değil; yatırımcıya paya dönüştürebilme konusunda bir opsiyon (yahut yan edim) hakkı sağlamaktadır. Aynı şekilde, pay edinimini şarta bağlı olarak gerçekleştirmede kullanılabilecek başka bir yöntem şarta bağlı sermaye artırımındır. Ancak, TTK m. 463(1)'in açık hükmü nedeniyle, şarta bağlı sermaye artırımı, ancak, yeni çıkarılan tahvil veya benzeri borçlanma araçları gibi menkul kıymet niteliğinde bazı senetlerin içerdiği hakların kullanılması durumunda gerçekleştirilebilecek bir usuldür²⁹⁵. Başka bir ifadeyle, şarta bağlı sermaye artırımını gerçekleştirilebilmesi için de bir menkul kıymet ihracı gerekmektedir.

Sonuçta, girişim ortaklıkları ve yatırımcıların, ABD Hukuku'nda Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile sağlanan sistemi aynı şekilde Türk Hukuku'nda uygulayabilmesi için girişim ortaklıklarının menkul kıymet veya başka bir sermaye piyasası aracı ihracı zorunludur. Ancak, bu sermaye piyasası araçlarının ihracı, yukarıda anlatılan sebeplerle, girişim ortaklıklarına basit, ucuz ve hızlı bir şekilde yatırım yapılması imkanını ortadan kaldırmaktadır.

3.2. Şarta Bağlı Pay Edindirme Taahhüdü Yoluyla Girişim Şirketine Yatırım Yapılması

3.2.1. Sözleşmenin Niteliği

ABD girişimcilik ekosistemine, yatırımların çok hızlı yapılmasını mümkün kılarak büyük katkılar sağlayan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi; Türk hukuku kapsamında birebir -Amerikan girişimcilik ekosistemine yaptığı katkıları sağlar şekilde- tatbik edilemiyor olsa da birtakım sözleşmesel ilişkiler vasıtasıyla aynı faydaların sağlanıp sağlanamayacağı sorusu akıllara gelebilecektir.

²⁹⁵ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1410.

Bu bağlamda, yatırımcının girişim ortaklığına bir finansman sağladığı ve karşılığında girişim ortaklığının iade yükümlülüğünün kapsamının çeşitli şartlara bağlandığı bir sözleşme modeli kurgulanabilecektir. Girişim ortaklığının borçları açısından geciktirici şarta bağlı *sui generis* bir sözleşme kapsamında girişim ortaklığı, (i) yatırım alması; (ii) birleşme, devralma gibi bir işleme konu edilmesi ya da paylarının halka arzı; (iii) feshi yahut tasfiyesi şartlarına bağlı olarak yatırımcıya karşı (i) yatırım alması halinde pay devri veya sermaye artırımına katılma yönünde talep hakkı; (ii) birleşme, devralma veya paylarının halka arzı halinde bu işlemler gerçekleşmeden önce pay devri gerçekleşseydi elde edeceği kazancı yahut daha yüksek olması halinde yatırım tutarını alma; veya (iii) ortaklığın feshi yahut tasfiyesi halinde yatırım tutarının iadesi yükümlülüğü altına girecektir²⁹⁶.

Bu kapsamda, aşağıda yapılan tartışmalar, genel anlamda, sözleşmenin (i) bendinde öne çıkan girişim ortaklığının yatırım alması ile gerçekleşecek şarta bağlı olarak yatırımcı lehine bir pay edinim hakkının doğmasına ilişkindir.

(ii) ve (iii)'üncü bentlerinde, yatırım tutarının iadesinin gerçekleşmesi halinde, TBK m. 386 anlamında tüketim ödünçü sözleşmesinin unsurlarını içeren bir sözleşmesel ilişkinin bulunduğu savunulabilecektir. Çalışmada daha önce bahsedildiği üzere, TBK m. 386 uyarınca tüketim ödünçü sözleşmeleri “*ödünç verenin, bir miktar parayı ya da tüketilebilen bir şeyi ödünç alana devretmeyi, ödünç alanın da aynı nitelik ve miktarda şeyi geri vermeyi üstlendiği*” sözleşmelerdir. Sözleşmenin ticari nitelikte olması sebebiyle, faiz kararlaştırılmamış olsa dahi, faiz talep edilmesi sebebiyle, sözleşmede faiz talep edilemeyeceğinin açıkça yer alması gerekmektedir. (ii)'inci bent kapsamındaki şartın gerçekleşmesi ve yapılan hesaplamalar sonucunda yatırım tutarından daha yüksek bir tutarda getiri elde etmenin mümkün olduğu hallerde ise, tüketim ödünçü sözleşmelerinde, ödünç konusu şeyin miktar ve nitelik bakımından aldığına eşit ve aynı türden şeyleri geri verme unsurunun sağlanmadığı söylenebilecektir. Ancak, doktrinde, kara katılmalı ödünç gibi, anapara ile birlikte faiz değil ancak kardan belirli bir pay verme sözleşmelerinin ödünç sözleşmesinin bir türü

²⁹⁶ Bu şartların, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nde gösterilen şekilde kurgulanması mümkündür. Çalışma kapsamında, koşulların temel uygulamaları üzerine yoğunlaşmış ve şartlar ile bunlara bağlanan sonuçlar bu kapsamda incelenmiştir.

olarak nitelendirilmesi karşısında, bu sözleşmeler bakımından da aynı sonuca varılabileceği düşünülebilir²⁹⁷.

3.2.2. Sözleşmenin Tarafları

Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin hükümlerini yansıtan bir şarta bağlı pay mülkiyeti kazandırılması sözleşmesinin, girişim ortaklığına finansman sağlama borcu altına giren ve şartın gerçekleşmesi ile payların mülkiyetini edinmeye yönelik bir alacağa sahip olacak bir tarafı, kuşkusuz yatırımcıdır. Bununla birlikte, sözleşmede gösterilen diğer edimlerin yerine getirilmesi açısından sözleşmenin diğer tarafında girişim ortaklığı yahut girişim ortaklığı paysahiplerinin, veya bu ikisinin birlikte yer alması düşünülebilir.

Pay mülkiyeti kazandırma taahhüdünün yerine getirilmesine ilişkin olarak, sözleşmeye taraf olacak kişilere ilişkin değerlendirme, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde yapılmıştır²⁹⁸. Bununla birlikte, sözleşmenin diğer tipik hükümlerinden:

- (i) Fikri ve sınai mülkiyet haklarının kullanılmasında ortaklığın her türlü hakkı haiz olduğunu beyan ve taahhüt ettiği hükmün, ortaklık tarafından;
- (ii) Yatırım turunda sağlanan payların, yeni yatırımcıya sağlanan paylar ile aynı özellikleri haiz olacağına ilişkin yükümün, imtiyaz tanınmasına ilişkin olması sebebiyle, ortaklık paysahipleri tarafından;
- (iii) Payların mülkiyetinin kazandırılmasına ilişkin yükümlülüklerin, pay devri ile gerçekleştirilmesi durumunda, paysahipleri; girişim ortaklığının kendi iktisap ettiği paylarının devri ile gerçekleştirilmesi durumunda ortaklık; sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilmesi durumunda ise bu karara ilişkin toplantı ve karar nisabını sağlayacak ve rüçhan haklarının kullanılmaması yönünde onay verecek paysahipleri tarafından;

²⁹⁷ Fahrettin Aral ve Hasan Ayrancı, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 11. Baskı, Ankara, 2018, s. 305 vd.

²⁹⁸ Bkz. Bölüm 3.2.2.

- (iv) Diğer şartların gerçekleşerek iade yükümlülüğü doğması halinde, ortaklık tarafından

borç yükümlenilmesini gerektirdiği göz önüne alındığında, sözleşmenin paysahipleri ve girişim ortaklığı tarafından birlikte akdedilmesinin, borçların yerine getirilmesi açısından, daha makul olacağı düşünülmektedir²⁹⁹.

3.2.3. Pay İktisabının Bağlı Olduğu Şart, *Sui Generis* Sözleşme Modelinde “Şart”ın Türk Hukuku kapsamında İncelenmesi

Hukuki anlamda şart kavramı gelecekte gerçekleşip gerçekleşmeyeceği belli olmayan şüpheli olayı ifade etmek için kullanılmaktadır³⁰⁰. Şart kavramının doğasında bir belirsizlik unsuru bulunmaktadır. Şartın geleceğe yönelik belirsizlik içerisinde hali vade kavramıyla şartın birbirinden ayrılmasını sağlamaktadır. Hayat tecrübelerine göre gerçekleşmesi kesin olarak kabul edilebilen olaylar şart sayılmazlar³⁰¹.

Hukumumuzda şart kurumu çeşitli ayrımlara tabi tutulmuştur. Bunlardan en önemlisi TBK m. 170 ve 173’de yapılan geciktirici ve bozucu şart ayrımıdır. Bu ayrıma göre, eğer bir sözleşmenin hüküm ifade etmesi, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olguya bırakılmışsa, sözleşme geciktirici şarta; eğer bir sözleşmenin sona ermesi, gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olguya bırakılmışsa sözleşme bozucu şarta bağlanmış olur. Şarta ilişkin ayrımlardan bir diğeri ise şartın gerçekleşmesinin mevcut durum ve koşullarda bir değişiklik gerektirip gerektirmediğine göre yapılmaktadır. Bu bağlamda, eğer şart mevcut durumda bir değişiklik gerektiriyorsa olumlu; gerektirmiyorsa olumsuz şarttan söz edilecektir³⁰². Şart ile ilgili son ayrım ise şartın gerçekleşmesinin sözleşmenin taraflarının elinde olup olmamasına göre yapılmaktadır. Şayet gerçekleşmesi alacaklının ya da borçlunun elinde olmayan bir şarttan söz ediyorsak, tesadüfi; gerçekleşmesi alacaklı ya da borçlunun iradesine bağlı ise iradi şarttan söz edilecektir. Bu kapsamda, eğer şartın

²⁹⁹ Bu konuda, oy sözleşmesi niteliğinde olan paysahipleri sözleşmesine, ortaklığın taraf olması bakımından, Okutan Nilsson, s. 312 vd.

³⁰⁰ Selahattin Sulhi Tekinay, **Medeni Hukukun Genel Esasları ve Gerçek Kişiler Hukuku**, İstanbul, 1992, s. 328; Oğuzman, Kemal, ve Turgut M. Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II**, 14. Bası, İstanbul, n. 1467; Fikret Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt 3**, Ankara, 1991, s. 343

³⁰¹ Tekinay, s. 329.

³⁰² Tekinay, s. 331.

gerçekleşmesi tamamen üçüncü şahsın iradesine bağlı olursa tesadüfi; eğer hem üçüncü şahsın hem de alacaklı ya da borçlunun iradelerine bağlıysa iradi şarttan söz edilecektir³⁰³.

Şart hukuki işlemdeki yalnız bir veya birkaç borç için öngörölmüş olabileceği gibi işlemin bütünü için kabul edilmiş de olabilecektir³⁰⁴. Bu bağlamda, sui generis sözleşme modelinde girişim ortaklığının yatırımcıya karşı yükümlendiği borçları geciktirici şarta bağlı olması söz konusu olabileceken sözleşmenin yatırımcının borçları için şarta bağlı olarak kurulmuş olması gerekmeyecektir.

Sözleşmede kararlaştırılan şart, girişim ortaklığının “yeni bir yatırım alması”dır. “Yatırım alma”nın hukuki olarak hangi işlemleri ifade edeceği önem taşımaktadır. Nitekim, girişim ortaklığının, hazırlanacak standart sözleşme (örneğin, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi) ile birden çok yatırımcıdan yatırım alması arzu edilen bir durumdur ve sözleşme ile elde edilmek istenen amaç bu tür çekirdek veya erken dönem yatırımları gerçekleştiğinde pay edinmek değil, girişim ortaklığının (tercihen) değerlendirme tavanından daha yüksek bir değerlendirme ile dış kaynaklardan sermaye artırımını yoluyla primli pay ihraç edeceği yahut başka bir yöntemle bir yatırımcı lehine ortaklığın paylarının bir bölümünün devredildiği durumlarda, girişim ortaklığında pay sahibi olunmasıdır. Bu durumda, standart sözleşme ile yatırım yapan yatırımcı, sermaye artırımına katılacak yeni yatırımcının edineceği paylar için bu sermaye artışı gerçekleştiği sırada veya bundan hemen önce pay sahibi sıfatına erişmeyi amaçlamaktadır. Hukuki işlemin niteliği incelendiğinde ve standart sözleşme ile yatırım yapacak olan yatırımcının menfaatleri gözetildiğinde, şartın, girişim ortaklığına, sermaye artırımını yoluyla yatırım yapılmasına ilişkin teklifin gelmesi ile birlikte gerçekleşmesi gerekeceği düşünülebilir. Bu durumda, standart sözleşme ile yatırım yapan yatırımcı, sözleşme müzakerelerine katılma imkanına sahip olacak ve uygun şekilde sermaye artırımına katılması işlemleri gerçekleştirilebilecektir. Ancak bu durumda, yeni yatırımcı veya girişim ortaklığı genel kurulu tarafından teklifin

³⁰³ Tekniay,, s. 331; Oğuzman ve Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II**, n. 1484 vd.; Lale Sirmen, **Türk Özel Hukukunda Şart**, Ankara, 1992, s. 67.

³⁰⁴ 2018 Oğuzman ve Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II**, n. 1468.

sunulmasının ardından sermaye artırımına katılmaktan vazgeçilmesi³⁰⁵ halinde; sözleşme ile elde edilmek istenen sonuca ulaşamayacaktır.

Bu sonucun elde edilmesi açısından, sermaye artırımının gerçekleşmesini beklemek ve ardından ikinci bir sermaye artırımı veya pay devri yoluyla pay elde edilmesini sağlamak düşünülebilir. Ancak, bu durumda, paysahipleri sözleşmesinin yeni yatırımcı ile imzasını takiben tekrar düzenlenmesi gerekebilecek, bunun yanında, yeni yatırımcının sahip olduğu pay oranının TTK veya esas sözleşmede gösterilen sınırları aşması halinde, standart sözleşme ile yatırımcılara sağlanmak istenen faydaların, ilk sözleşmeye taraf olmayan, yeni yatırımcı tarafından sağlanmaması riski ortaya çıkabilecektir. Sonuçta, sözleşmenin ifası için ek önlemler alınması ihtiyacı doğacaktır.

Tercih edilebilecek yöntemlerden biri, ilgili yatırım teklifini takiben yatırımcı tarafından iştirak taahhüdünün imzalanması ve ortaklığa bu kapsamda prim de dahil olmak üzere ödemelerin yapılmasını sözleşmede şart olarak kararlaştırılmasıdır. Bu durumda, sermaye artırımının gerçekleştirilmemesi, iştirak taahhüdünde bulunanların rızaları olmaksızın sağlanamayacaktır³⁰⁶. Ancak, bu durumda dahi, sermaye artırımından vazgeçilmesi mümkün olup, burada (i) bu riskin kabulü ile yatırımcıların paylarını elde etmeye yönelik işlemlerin gerçekleştirilmesi veya (ii) sözleşmede ikinci bir şartın öngörülmesi ile sermaye artırımından vazgeçilmesi halinde sözleşmenin ilk şart gerçekleşmeden önceki hükümlerini doğuracak hale getirilmesi düşünülebilir.

3.2.4. Girişim Ortaklığına Sağlanan Finansmanın Niteliği

Girişim ortaklığından, (diğer şartların yanında) sözleşmede gösterilen yatırım alma şartının gerçekleşmesi halinde sözleşmede gösterilen oranda pay edinme hakkına sahip olması karşılığında, yatırımcı bir finansman sağlamaktadır. Sözleşmede gösterilen şartların biri gerçekleşmeden, yatırımcının, ilgili finansmanın iadesi yahut sözleşmede yer alan diğer hakları talep etmesi mümkün değildir. Bu bakımdan,

³⁰⁵ Ayrıca, sermaye artırımından, genel kurul tarafından, ticaret siciline tescile kadar vazgeçilebileceğine ilişkin olarak bkz. Soykan, s. 575; Moroğlu, **Sermaye Artırımı**, s. 319.

³⁰⁶ Tekinalp, **Ortaklıklar II**, n. 1416c; Aksi görüş için bkz. Soykan, s. 575, Yazar, ortaklığın, bu durumda da sermaye artırımından vazgeçmekte özgür olduğunu savunmaktadır.

yukarıda açıklandığı üzere, girişim ortaklığının yatırımcıya karşı bir borcu bulunmaktadır, ancak bu şart gerçekleşmeden talep edilebilir nitelikte değildir.

Bu kapsamda değerlendirildiğinde, şart gerçekleşene kadar, verilen tutarın, sözleşmede, yatırımcının asli edim borcunu ifa etmesini sağlayan, bir tutar olduğu söylenebilecektir.

3.2.5. Pay Taahhüdünün Niteliği

Yukarıda anılan şartın gerçekleşmesi durumunda, girişim ortaklığının yatırımcı karşısında yükümleneceği borcun konusunu yatırım alınması koşulunda pay devri oluşturacaktır.

Şüphesiz ki, yatırımcının, bir şartın gerçekleşmesine bağlı olarak girişim ortaklığında paysahibi olabilmesi ancak (i) dış kaynaklı yapılan sermaye artırımına katılarak sermaye taahhüdünde bulunma ve sermaye taahhüdü karşılığında yeni çıkarılan payları edinme veya (ii) ortaklığın çıkarılmış olan paylarını iktisap etme şeklinde gerçekleştirilebilir.

Ancak, yukarıda da açıklandığı üzere, bu dönüşümün, şarta bağlı pay mülkiyeti kazanımı taahhüdü içeren bir sözleşme ile kendiliğinden gerçekleşmesi mümkün olmayacak; şartın gerçekleşmesi ile birlikte, girişim ortaklığının (veya paysahiplerinin), yeni yatırımcıya sağlanan haklar ile aynı hakları haiz payları, yeni yatırımcıya sunma yükümlülüğü doğacaktır. Kanımızca, bu hakların, TBK m. 238 ve devamında tanımlanan ve paylar üzerinde sözleşme ile alım, önalım ve geri alım tanınması gibi haklardan biri olarak nitelendirilmemesi gerekir. Nitekim, yatırımcıya, tek taraflı bir hukuki işlem ile somut bir hukuki ilişkiye biçim verme gücü sağlanmamakta³⁰⁷, şartın gerçekleşmesi ile, borçlunun borcunu ne şekilde ifa edeceği belirlenmekte ve borç talep edilebilir hale gelmektedir.

³⁰⁷ Buz, s. 55.

3.2.5.1. Girişim Ortaklığının Sermaye Artırımına Katılma İle

Yukarıda, sermaye avansına ilişkin yapılan açıklamalar kapsamında değinildiği üzere, bir yatırımcının, ortaklığa sağladığı finansmanın, anonim ortaklıkça gerçekleştirilecek sermaye artırımına katılma borcu ile TBK m. 136 kapsamında takasa konu olması için, sağlanan finansmanın bir paysahibi tarafından verilmiş olması gerekmektedir. Aksi halde, anonim ortaklık paysahibi olmayan kişilerce sağlanmış finansman, bir alacak hakkı ve dolayısıyla aynı sermaye olarak nitelendirilecektir.

Bu durumda, sözleşme ile sermaye artırımına katılma yoluyla yatırımcının pay iktisap etmesi öngörülüyorsa, sözleşmenin imzalanması ile, yatırımcıya sembolik nitelikte bir pay devri gerçekleştirilmesi ve böylece daha sonra yapılacak sermaye artırımında, finansmanının takasa konu edilmesi mümkün olabilecektir.

3.2.5.2. Ortaklığın Daha Önce Çıkarılmış olan Paylarını İktisap Yoluyla Pay Devri Yükümlülüğünün İfa Edilmesi

3.2.5.2.1. Girişim Ortaklığı Paysahiplerinin Paylarının İktisabı Yoluyla

Standart sözleşme ile girişim ortaklığına finansman sağlamış olan yatırımcının, şartın gerçekleşmesi ile paysahibi olması, ortaklığın daha önce çıkarılmış olan paylarının iktisabı ile gerçekleştirilebilir. Bu durumda, yatırımcının, şartın gerçekleştiği tarihte paysahibi olan kişilerden pay iktisabını gerçekleştirmesi gerekmektedir. Bunlar, çoğunlukla, girişim ortaklığının kurucu ortakları olacaklardır. Bu durumda, ilgili pay iktisabına ilişkin standart sözleşmenin paysahipleri ile imzalanması düşünülebilir. Ancak, bu durumda, ilgili payın iktisabı için paysahipleri borçlu durumundayken, finansman daha önce girişim ortaklığına sağlanmış olacaktır. Sözleşmenin tarafları dışında üçüncü bir kişi menfaatine bir edimin yerine getirilmesinin üstlenilmesi söz konusu olduğu için, sözleşmenin paysahipleri ve yatırımcı arasında imzalanması halinde üçüncü kişi yararına bir sözleşmenin

varlığından söz edilecektir³⁰⁸. Sözleşmenin girişim ortaklığı ile yatırımcı arasında imzalanması halinde ise girişim ortaklığı, üçüncü kişi olan paysahiplerinin pay devrine yönelik fiilini üstlendiğinden, üçüncü kişinin fiilini üstlenmeden söz edilecektir³⁰⁹.

Yatırımcının, payları elde etme menfaati korunmak istenirse, TBK m. 128(1) hükmünün üçüncü bir kişinin fiilini başkasına karşı üstlenenin bu fiilin gerçekleşmesinden doğan zararı gidermekle yükümlü olması nazara alındığında, sözleşmenin girişim ortaklığı ile yatırımcı arasında akdedilmesi ve bu doğrultuda paysahibinin taahhüdünü yerine getirmemesi, yani payları devretmemesi halinde ortaklığın sorumluluğuna başvurulabileceği düşünülebilir. Ancak, böyle bir durumda yatırımcının, paysahibinin paylarını üçüncü kişiye devretmesi halinde, payların kendisine devredilmesini değil payların kendisine devredilmemesi sebebiyle uğradığı zararın tazminini sağlayabileceği göz ardı edilmemelidir³¹⁰. Fakat, sözleşme açısından, bu çok önemli bir sonuç doğurmaz, çünkü, sözleşmenin paysahipleri ile imzalanması halinde de, yalnızca TBK m. 49 ikinci fıkrasında gösterilen şartların varlığı halinde, aynen tazminat çerçevesinde üçüncü kişinin payları sözleşmesel hakkı ihlal edilen yatırımcıya devretmesi emredilebilecektir³¹¹.

3.2.5.2.2. Girişim Ortaklığının Kendi İktisap Ettiği Paylarının Devredilmesi Yoluyla

Ortaklıkların kendi paylarını iktisabı müessesesi tarih boyunca önce sıkı bir yasak olarak ortaya çıkmış; ardından birtakım koşullara bağlı olarak ortaklıkların kendi paylarını iktisap edebilmeleri mümkün kılınmıştır. İlk olarak “*Trevor v. Whitwort*” davasında bir ortaklığın kendi paylarını iktisabı yasaklanmış³¹² ve böylece kurum İngiliz Hukuku’nda kaynağını bulmuştur³¹³. Ardından yaşanan gelişmelerle bu yasak yumuşatılmış ve ortaklıkların kendi paylarını iktisabı kural olarak mümkün

³⁰⁸ Oğuzman ve Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II**, n, 1281 vd.

³⁰⁹ Oğuzman ve Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II**, n. 1077 vd.

³¹⁰ Okutan Nilsson, s. 469.

³¹¹ Okutan Nilsson, s. 470 vd.

³¹² Mehmet Özdamar, **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi**, Ankara, 2005, s. 125.

³¹³ Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, 2. Baskı, Ankara, 2012, s. 57.

kılınmıştır³¹⁴. Öte yandan, ABD Hukuku'nda kural olarak bir ortaklığın kendi paylarını iktisabını engelleyecek bir düzenleme başından beri bulunmamaktadır³¹⁵.

Türk Hukuku'nda, ETK döneminde Kara Avrupası Hukuku'nun eski anlayışına paralel, kesin ve katı bir iktisap yasağı benimsenmiştir; bu yasağın gerekçesi ise bir ortaklığın kendi paylarını satın alarak borsada yatırımcılarına karşı pozisyon almasını önlemek, paysahiplerini borsadaki kayıplardan korumak olduğu belirtilmiştir³¹⁶.

ETK döneminde Kara Avrupası hukuk sistemine hâkim olan bu kısıtlayıcı yapı AET/AT/AB yönergeleriyle terk edilmiştir³¹⁷. TTK kapsamında kurum, söz konusu yönergelere uyumlu olarak, temeldeki iktisap yasağı korunarak ama ortaklıklarımızın ani el değiştirmelerine de engel olmak amacıyla daha liberal istisnalar ile düzenlenmiştir³¹⁸.

TTK m. 379 ile bir ortaklığın kendi paylarını iktisap edebilmesi kural olarak yasaklanmıştır. Bu yasak temel kuraldır. Ancak bazı istisnai durumlarda ortaklığın kendi paylarını iktisabı, çeşitli koşullara bağlı olarak, kabul edilmiştir. Bu istisnalardan ilki TTK m. 379/1'de yer alan ve ortaklığa kendi paylarını herhangi bir sebebe bağlı olmaksızın iktisap edebilme olanağı veren hükümdür. Sermayenin %10'unu temsil eden payların herhangi bir sebep olmadan iktisap edilebilmesi; tabiri caizse söz konusu %10'luk kısmın yasağın dışarısına çıkarılması olarak değerlendirilmekte ve bu bağlamda bir istisna dahi olmadığı ileri sürülmektedir³¹⁹. Yasaktan arındırılmış olan bu payların elden çıkarılması zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu hükümle anonim ortaklığa bir hareket alanı yaratılmış ve ortaklığa borsa manipülasyonlarına karşı korunabilme imkânı sağlanmıştır.

İstisnalardan bir diğeri ise anonim ortaklığın yakın ve ciddi bir kaybın varlığı halinde genel kuruldan izin almadan ve herhangi bir miktarla sınırlı olmaksızın kendi paylarını iktisabını düzenleyen TTK m. 381'de yer almaktadır.

³¹⁴ İlyas Çeliktas, **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı**, İstanbul, 2006, s. 76.

³¹⁵ Sevi, s. 57.

³¹⁶ Tekinalp, **Ortaklıklar I**, n. 833.

³¹⁷ **Ibid.**

³¹⁸ **Ibid.**

³¹⁹ **Ibid.**, n. 834.

Diğer istisnalar ise TTK m. 382 ve 383’de düzenlenmiştir. Bu grup için kanunda “istisnalar” terimi kullanılarak; TTK m. 379 ve TTK m. 381 hallerinden ayrılmıştır³²⁰. Bu grupta yer alan istisnalara göre bir anonim ortaklık, sermaye azaltılma işlemi sonucunda; külli halefiyet (birleşme, bölünme, miras) kuralı gereği; kanuni satın alma yükümlülüğü dolayısıyla; bedellerinin tümü ödenmiş olmak şartıyla ve cebrî icradan, bir şirket alacağının tahsili amacıyla; menkul kıymetlerin alım satımı ile uğraşan bir menkul kıymetler şirketiye; iktisap ivazsızsa kendi paylarını iktisap edebilir.

Buna göre, TTK m. 379 ile sermayenin %10’unu temsil eden paylar yasağın dışına çıkarılmış; TTK m. 381 ile yasağın tamamen kalktığı haller belirlenmiş ve son olarak TTK m. 382 ve 383 ile yasağın istisnaları sayılmıştır.

Bir girişim ortaklığının yatırımcıya karşı pay devir borcunu ifa etmek amacıyla kendi paylarını iktisabını kural olarak TTK m. 381’e ya da TTK m. 382 ve 383’e göre değil; TTK m. 379’a göre gerçekleştirecektir. Zira TTK m. 379’un tatbik edilebilirliği diğer maddelerden farklı olarak birtakım ön koşullara ya da gerekçelere bağlı değildir. Bir girişim ortaklığının yatırımcıya karşı taahhüt edeceği payları ilk olarak TTK m. 379 uyarınca iktisap etmesi gerekecektir. Bu bağlamda, hükmün tam olarak getiriliş amacıyla örtüşme de yasak dışına çıkarılan ve sermayenin %10’unu temsil eden payların herhangi bir gerekçe gösterilmeksizin anonim ortaklıkça iktisabına olanak veren TTK m. 379’un; anonim ortaklığın, yatırımcıya karşı bir pay devir taahhüdü altına girmesine ve bu sözleşmeden doğan borcu ifa etmesine olanak tanıdığı belirtilebilecektir. Bu bağlamda, anonim ortaklık ilk olarak, %10’luk sınır içinde kalmak kaydıyla, mevcut paysahiplerinden yatırımcıya taahhüt ettiği payları devralacak ve daha sonra bu payları yatırımcıya devredecektir.

TTK m. 379’a göre anonim ortaklığın kendi paylarını iktisap edebilmesi için genel kurulun bu yönde bir karar alması ve yönetim kurulunu yetkilendirmesi gerekmektedir. En çok beş yıl için geçerli olacak bu yetkide, iktisap veya rehin olarak kabul edilecek payların itibarî değer sayıları belirtilerek toplam itibarî değerleriyle söz konusu edilecek paylara ödenebilecek bedelin alt ve üst sınırı gösterilir. Her izin

talebinde yönetim kurulu kanuni şartların gerçekleştiğini belirtir. İktisap edilecek payların bedelleri düşüldükten sonra, kalan şirket net aktifi, en az esas veya çıkarılmış sermaye ile kanun ve esas sözleşme uyarınca dağıtılmasına izin verilmeyen yedek akçelerin toplamı kadar olmalıdır. Sadece, bedellerinin tümü ödenmiş bulunan paylar iktisap edilebilir.

Payların anonim ortaklıkça devralınması ve elden çıkarılması sürecinde de yönetim kurulunun kanundan doğan özen ve sadakat borcuna bağlı olması ve paysahipleri arasında eşit işlem ilkesini gözetmesi gerekecektir.

Kanaatimizce, çoğu defa TTK m. 379'a göre iktisap edilecek payların yatırımcıya devredilmesi sürecinde; yönetim kurulunun genel kurulun alacağı bir kararla yetkilendirilmesi gerekeceği için paysahiplerini de kapsayan ve yetkilendirme kararının esaslarını belirleyecek bir oy sözleşmesinin varlığı gerekecektir. Bu durumda, akdedilecek oy sözleşmesinde genel esaslar çevresinde payların ne şekilde ve hangi paysahiplerinden hangi bedellerle iktisap edileceği belirlenmelidir. Öte yandan, girişim ortaklığına daha sonraki yatırım turlarında katılacak yatırımcılar ile akdedilecek sözleşmelerin hali hazırdaki yatırımcılara karşı girişim ortaklığının yükümlendiği borçların ifasını sağlayacak şekilde akdedilmesi de bir yöntem olarak benimsenebilecektir.

Bir girişim ortaklığının yatırımcısına karşı ortaklık paylarının devrini taahhüt etmesinin önünde herhangi bir engel bulunmamaktadır. Bu bağlamda, kanaatimizce borçlandırıcı işlem kural olarak geçerlidir ancak bu sözleşmeden doğan borçların ifa zamanında girişim ortaklığının kendi paylarını, yatırımcıya devredememesi halinde; sözleşme sübjektif ifa imkansızlığı dolayısıyla kötü ifa edilmiş olacak ve girişim ortaklığının yatırımcıya karşı TBK m. 112 uyarınca sorumluluğu gündeme gelecektir. Öte yandan, girişim ortaklığının yatırımcıya payların %10'undan fazlasını taahhüt etmesi halinde sözleşmenin akıbetinin ne olacağı meselesi ise biraz daha karmaşıktır. Keza, bu durumda anonim ortaklık ve yatırımcı arasındaki sözleşmede, anonim ortaklığın borcunu ifa edebilmek için ilk olarak kanuna -TTK m. 379'a- aykırı olarak paylarını iktisap etmesi öngörüldüğü için söz konusu sözleşmenin kesin hükümsüz addedilmesi söz konusu olabilecektir. Zira bu durumda anonim ortaklığın içerisinde bulunduğu durum klasik bir sübjektif imkânsızlık görünümü olan tasarruf yetkisinin

eksikliğinden ziyade bir düzen hükmü olan TTK m. 379'un ihlaliyle ilgilidir. Dolayısıyla, temeldeki sözleşmenin başlangıçtan itibaren kesin hükümsüzlük yaptırımına tabi tutulması daha olası gözükmemektedir. Bu noktada, geçersizliğin kanuna aykırılık mı başlangıçtaki objektif ifa imkansızlığı rejimiyle mi ilgili olduğu teorik tartışmasının pratik bir önemi bulunmamaktadır. Öte yandan, TBK m. 27/2 pay devir taahhüdünün %10'a kadar olan kısmının akıbeti açısından önem arz etmektedir. Kesin hükümsüz sözleşmeye ya da ayakta tutulmadığı kadarıyla kısmi hükümsüz sözleşmeye göre ifa edilmiş borçların iadesi ise kanaatimizce sebepsiz zenginleşme kurumuna göre gerçekleştirilecektir. Bu kapsamda ortaya çıkan mağduriyetlerin giderilmesinde anonim ortaklık ve yatırımcı arasında *culpa in contrahendo* tazminatlarına da başvurulması gündeme gelebilecektir.

Öte yandan, girişim ortaklığının, yatırımcıya karşı borçlarının ifası amacıyla kendi paylarını iktisap yasağına aykırı bir şekilde mevcut paysahipleriyle akdedeceği sözleşmelerin akıbeti TTK'da açıkça düzenlenmemiş olsa da kanunun lafzından borçlanma işleminin geçersizliği sonucuna ulaşıldığı ileri sürülmektedir³²¹. Doktrinde bir grup yazarca TTK m. 379'a aykırı olarak yapılan işlemin geçersizliğinin türünün kesin hükümsüzlük olduğu belirtilmektedir³²². Öte yandan, başka bir görüşe göre TTK m. 379'a aykırı yapılan borçlandırıcı işleminin geçerli olduğunu ve bu durumda TTK m. 385'in uygulanacağını ifade etmektedir³²³.

Kanaatimizce, TTK m. 379'a aykırılığın yaptırımı kesin hükümsüzlüktür ve TTK m. 385'in uygulama alanı bulması TTK m. 379'a aykırı borçlandırıcı işleminin geçersiz olmasına rağmen tasarruf işleminin geçerli olmasından kaynaklanmaktadır.

Sözleşmenin ifasının, girişim ortaklığının kendi iktisap ettiği paylarının devri ile gerçekleştirilmesi durumunda, ilgili devir bedeline ilişkin borcu ile yatırımcının ortaklığa yapmış olduğu finansman ile TBK m. 136 anlamında takasa konu edilebilmesi yönünde bir engel de gözükmemektedir.

³²¹ *Ibid.*, n. 387a.

³²² Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Şerhi*, İstanbul, 2014, s. 1244, n. 57.

³²³ Oruç Hami Şener, *Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku*, 4. Bası, Ankara, 2019, s. 399.

3.2.6. Sözleşmenin İfa Edilebilirliği

Girişim ortaklıklarına yapılan yatırımlarda, yatırımcıların, bazı durumlarda, pay sahibi olmaksızın yatırım yapmayı tercih etmemelerinin en büyük gerekçesi, sözleşmenin ifa edilebilirliği noktasında taşıdıkları endişelerdir. Türk Hukuku'nda, şarta bağlı pay mülkiyeti kazandırılması taahhüdü içeren bir sözleşmenin imzalanması durumunda, ilgili sözleşmede, yatırımcı lehine tanınan hakların ifa edilmesi ve ifa edilmemesi halinde uygulanacak yaptırımların incelenmesi önem arz etmektedir.

3.2.6.1. Anonim Şirketlerde Pay Devri Sınırlamaları (Bağlam)

Anonim ortaklıkta, değişim (dönüştürme) ve alım hakkını haiz senetlerin sahiplerinin bu senetlerin içerdiği hakları kullanması durumunda, bağlamı bertaraf etmeleri gündeme gelecektir³²⁴. Ancak yukarıda da anlatıldığı üzere, Türk hukuku kapsamında bu tür senetlerin ihracı için SerPK'da gösterilen yükümlülöklere uyulmasının gerekmesi ve bunun girişim ortaklıklarına yapılan çekirdek ve erken dönem yatırımlar için uygun bir yöntem olmaması sebebiyle, bağlam hükümlerinin bu şekilde bertaraf edilmesi mümkün değildir. Doktrinde alım, önalım, gerialım gibi borçlar hukukuna özgü hakların bağlamı bertaraf etmeyeceğı savunulmaktadır³²⁵. Bu durumda, ilgili payların devrine yönelik işlemler gerçekleştirilse bile anonim ortaklık, esas sözleşmede yer alan bağlam hükmüne dayanarak ilgili pay devrini reddedebilecektir.

Her ne kadar, yukarıda sözü edilen şarta bağlı pay mülkiyeti kazanımı taahhüdü içeren sözleşmede, alım, önalım, gerialım gibi bir yenilik doğuran haktan söz edilmese de bağlam açısından bu haklar özelinde varılan sonuç, bu sözleşmede gösterilen haklar bakımından da doğacaktır. Yani, şartın gerçekleşmesi ile yatırımcı payların mülkiyetini kazanma hakkını haiz olsa da hatta bu paylar diğer pay sahipleri tarafından yatırımcıya devredilse de ilgili payların devrinin anonim ortaklık tarafından onaylanmaması mümkündür. Bu noktada, daha önce de açıklandığı üzere, sembolik

³²⁴ Ünal Tekinalp, **Anonim Ortaklıkla Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul, 2012, n. 9-12.

³²⁵ **Ibid.**, n. 9-11.

ve küçük miktarda payların yatırımcıya daha önce devredilmesi durumunda, anonim ortaklığın yalnızca paysahipliğinde yüzde sınırı öngörülmesi gibi bağlam hükümleri dolayısıyla onayı reddetmesi mümkün olacaktır.

3.2.6.2. Sözleşmede Gösterilen Pay Mülkiyetini Kazandırma Yükümlülüğüne Aykırılık Halinde Doğacak Sonuçlar

Yatırımcının gerek paysahipleri gerekse ortaklık ile imzalayacağı borçlar hukuku kaynaklı, korporatif etkisi olmayan sözleşmelerdeki pay mülkiyetini kazandırma yükümlülüğüne aykırı davranılması durumunda, kural olarak yalnızca borçlar hukuku yaptırımları uygulanabilir³²⁶. Ortaklıklar Hukuku'ndaki yaptırımların yalnızca TTK'da gösterilen hallerde uygulanması sebebiyle, taraflar arzu etse dahi, sözleşmenin ihlaliinde ortaklıklar hukuku yaptırımlarının uygulanması mümkün değildir³²⁷.

Genel anlamda, ilgili sözleşmenin ihlali nedeniyle uygulanacak borçlar Hukuku'na dayalı yaptırımlar, aynen ifa, tazminat ve sözleşmeden dönmedir³²⁸. Tazminat talebi bakımından, yatırımcının, uğradığı zararları talebi mümkünse de yatırımcı, aynen ifanın talep edilmesinde bazı sorunlarla karşılaşabilir³²⁹. Bu noktada, pay edinimi, sermaye artırımına katılma ile sağlanacaksa, paysahipleri açısından bir oy sözleşmesinin varlığından söz edilecektir³³⁰. **Okutan Nilsson**, oyun yeniden kullanılması ve bu yolla oya dayanılarak alınmış kararın etkisiz bırakılması yönünde yeni bir karar alınması yoluyla, aynen ifanın gerçekleştirilebileceğini öne sürmüştü de aynen ifa kararının da icrasının mümkün olamayabileceğini ifade etmiştir³³¹.

Pay ediniminin pay devri yoluyla sağlanmasında ise, pay devrinin sağlanması (sözleşmenin düzenlenme şekline göre) paysahipleri veya ortaklıktan talep

³²⁶ Okutan Nilsson, s. 343.

³²⁷ **Ibid.**, s. 343, 344.

³²⁸ **Ibid.**, s. 344.

³²⁹ **Ibid.**, s. 345.

³³⁰ **Ibid.**, s. 346.

³³¹ Bu konudaki tartışmalara ilişkin bkz. **Ibid.**, s. 347 vd.; Erdoğan Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, 5. Baskı, İstanbul, 2015, s. 108 vd.

edilebilecektir. Kural olarak, burada da aynen ifayı talep etmek mümkündür³³². Bu noktada, payın cebren de olsa devrine bir engel bulunmadığı söylenebilecekse de yukarıda değinilmiş olan bağlama ilişkin düzenlemeler göz ardı edilmemelidir³³³. Bağlama ilişkin hükümlere dayanarak, anonim ortaklığın, devri onaylamaması mümkündür.

Bu noktada, önemli bir husus, payların muvazaadan ari olarak bir üçüncü kişiye devredilmesi ve bu sebeple yatırımcıya pay devrinin gerçekleştirilememesidir. Bu durumda, sözleşmelerin nisbiliği ilkesi uyarınca, sözleşme hükümlerinin üçüncü kişiye karşı öne sürülmesi mümkün olmayacak ve üçüncü kişiden payları devretmesi talep edilemeyecektir³³⁴. Bu durumda, yatırımcı, yalnızca tazminat talebinde bulunabilecektir³³⁵.

3.2.6.3. Sözleşmenin İfasını Sağlamaya Yönelik Tedbirler

Sözleşmeye uymayı sağlayıcı tedbirlerin temelinde, sözleşmeyi ihlal edecek davranışlarda bulunulmasını engellenmesi ve ihlale ağır sonuçlar bağlanarak caydırıcılık sağlanması yatmaktadır³³⁶. Bu kapsamda, sözleşmeye aykırılık halinde yüksek cezai şartların uygulanması gibi caydırıcı nitelikte önlemlere başvurulabileceği gibi, pay senetleri üzerindeki zilyetliğin kaldırılması yoluyla (örneğin payların yedimeine tevdi ile) üçüncü kişilere pay devri yoluyla sözleşmedeki pay devri taahhüdünün yerine getirilmemesi imkanının ortadan kaldırılması sağlanabilir³³⁷.

³³² Okutan Nilsson, s. 391.

³³³ **Ibid.**, s. 392.

³³⁴ **Ibid.**

³³⁵ Üçüncü kişinin sorumluluğu ve TBK m. 49 bakımından yöneltilebilecek taleplere ilişkin olarak bkz. **Ibid.**, s. 393 vd.

³³⁶ **Ibid.**, s. 266.

³³⁷ **Ibid.**, s. 267 vd.

4. SONUÇ

Çalışmada, ABD’de, çekirdek ve erken dönem girişim ortaklıklarına yatırım bakımından geniş bir uygulama alanına sahip olan standart bir sözleşme niteliğindeki Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin (*Simple Agreement for Future Equity*), Türk hukuku açısından uygulanabilirliğinin incelenmesi ve Türk Hukuku’nda yatırımcı ile girişim ortaklığı arasında benzer bir hukuki ilişkinin kurulmasını sağlayan standart bir sözleşmenin oluşturup oluşturulamayacağının tartışılması amaçlanmıştır. Bu doğrultuda, genel anlamda aşağıdaki sonuçlara varılmıştır.

- (i) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, ABD Hukuku kapsamında girişim ortaklıklarına yapılan yatırımlarda karşılaşılan problemlere çözüm sunulması amacıyla çekirdek ve erken dönem yatırımlarda ihtiyaç duyulan basit, hızlı, ucuz ve sonuçları öngörülebilir bir yatırım aracı oluşturulması için ortaya çıkarılmıştır. ABD Hukuku’ndaki borca ve paya (yahut özkaynağa) dayalı finansman yöntemlerinin unsurlarının bir kısmını içinde barındırmakta olan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile (a) borca dayalı sermaye piyasası aracı niteliğinde dönüştürülebilir tahvillerde (*convertible security*) öngörülen vade tarihine yahut yatırımcının paya dönüştürme veya alacak ve faizi isteme konusundaki opsiyon hakkına yer verilmemiş, bunun yerine birçok şart ve ilgili şartlara tabi kendiliğinden gerçekleşen sonuçlara yer verilmiş ve böylece girişim ortaklıkları nezdinde yaşanan borcun geri ödenmesinin talep edilmesine ilişkin risk ortadan kaldırılmıştır; (b) paya dayalı finansman yani imtiyazlı pay ihracında kararlaştırılması gerekli olan girişim ortaklığı değerlemesinin belirlenmesi, değerlendirme tavanı uygulaması ile bir nebze sonraki yatırım turlarına bırakılmış ve böylece yatırımcı ile girişim ortaklığının müzakere süreci kolaylaştırılmıştır; (c) imtiyazlı pay edinimi durumunda müzakere edilmesi ve akdedilmesi gereken paysahipleri sözleşmesi ile -gerekmesi halinde- esas sözleşme

değişikliklerinin yapılmasına ilişkin masraflı ve uzun süreç sonraki yatırım turlarına bırakılmıştır.

- (ii) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, ABD Sermaye Piyasası Araçları Kanunu uyarınca bir sermaye piyasası aracı niteliğini haizdir. Ancak nitelikli yatırımcılara kanuna uygun şekilde yapılan ihraçlara, mevzuat kapsamında istisnalar arasında yer verilmiş ve böylece Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin onay yükümlülüğü olmaksızın -bu kapsamda onay yükümlülüğüne uyum için yapılacak zamansal ve parasal harcamalar da ortadan kaldırılarak- ihraç edilebilmeleri olanaklı hale getirilmiştir.
- (iii) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile paya dönüşüm kendiliğinden gerçekleşmektedir.
- (iv) Türk hukuku kapsamında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sağladığı hukuki olanakların yaratılması (örneğin kendiliğinden dönüştürme, şarta bağlı sermaye artırımı), ancak sermaye piyasası araçlarının ihracı ile mümkün olabilecektir. Ancak, SerPK kapsamında yalnızca kapalı anonim ortaklıkların halka arz niteliği taşımayan pay devirleri istisna kapsamında bırakıldığı için halka arz edilmeksizin yapılacak ihraçlarda bile SerPK m. 11 uyarınca ihraç belgesinin SPK'ya onaylatılması gerekecektir.
- (v) Bu kapsamda, sermaye piyasası aracı niteliğini haiz olmayan borçlar hukukuna tabi bir sözleşme ile Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile sağlanan hukuki duruma benzer bir durumun girişim ortaklıkları ve yatırımcılar için sağlanması ve standart bir sözleşme oluşturması amaçlanabilecektir.
- (vi) Bu doğrultuda, bir tarafta, yatırımcıya, girişim ortaklığına nakit finansman sağlama borcu; diğer tarafta ise girişim ortaklığı ve/veya paysahiplerine sonraki yatırım turunun gerçekleşmesi şartına bağlı olarak yatırımcıya paylar üzerinde mülkiyet hakkı kazandırma borcu yüklenen çeşitli sözleşmesel ilişkiler kurgulanabilecektir.
- (vii) Yatırımcının, pay mülkiyetini edinmesi için izlenebilecek yöntemler, (a) yatırımcının sermaye artırımına katılması yahut (b) halihazırda çıkarılmış

payların yatırımcıya devredilmesi ile gerçekleştirilebilecektir. (a) bendindeki işlemin gerçekleştirilebilmesi için, dış kaynaklardan sermaye artırımına ilişkin karar verilmesi gerekecektir. Bu da sözleşmenin ifa edilebilirliği noktasında bazı sorunları gündeme getirebilecektir. Sermaye artırımı kararı verilse dahi, ortaklık nezdinde üçüncü kişi olan yatırımcının, ortaklığa verdiği yatırım aynı sermaye olarak değerlendirilecektir. Bunun önlenmesi için, ilk yatırım sözleşmesi imzalandığı sırada, yatırımcıya, sembolik de olsa bir payın devri gerçekleştirilebilir. (b) bendindeki işlemin gerçekleştirilmesi içinse pay devri sağlanmalıdır. Bu paylar, kurucu paysahipleri tarafından devredilebilir, ancak, yatırım sözleşmesinin, ortaklık ile imzalanması halinde, bu devir yükümlülüğü sözleşmede üçüncü kişinin fiilini taahhüt özelliği arz edecektir. Farklı bir çözüm olarak, ortaklığın, yalnızca yatırım sözleşmesindeki pay devri taahhüdünü gerçekleştirmesi için TTK'da öngörülen sınırlar dahilinde kendi paylarını edinmesi ve daha sonra bu payları yatırımcıya devri sözleşmede öngörülebilir.

Ancak Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sermaye piyasası aracı niteliğinin bir sonucu olarak ihtiva ettiği kendiliğinden paya dönüşebilme gibi unsurların alelade sözleşmesel ilişkilerle kurgulanmasının mümkün olmadığı açıktır. Bu durumda kurgulanabilecek herhangi bir sözleşme ilişkisinin ihtiva ettiği borçların gereği gibi ifası, kural olarak, borçlunun iradesine bağlı bir tasarruf işlemini gerektirmektedir.

- (viii) Bu noktada, bir sermaye piyasası aracı olarak Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sağladığı imkanların alelade sözleşmesel ilişkilerle sağlanması çabası beyhude bir hukuk derlemesi olarak değerlendirilebilecektir. Keza bu durumda, alelade sözleşmesel ilişkilerin ihtiva ettiği borçların gereği gibi ifasına yönelik destekleyici mekanizmaların, örneğin girişim ortaklığı paylarının yediemine tevdi, kurgulanması gibi pek çok konunun çözüme kavuşturulması gerekecektir. Kanaatimizce, eklektik bir sözleşmesel çabayla kanunen bir kuruma tanınmış olanakların reproduksiyonu tabiri caizse yamalı bohça dikmek

gibidir; günün sonunda aşırılan hukuki müesseselerle dikilen bu bohça yükünü taşıyamayacak ve yırtılacaktır.

- (ix) Bu itibarla, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin ABD girişimcilik ekosisteminde ortaya çıkarttığı yatırımların hızlı ve masrafsız yapılabilmesi katkılarını Türk girişimcilik ekosisteminde ortaya çıkarabilmesi tam olarak mümkün gözükmemektedir.
- (x) Öte yandan, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin alelade sözleşmesel ilişkilerle kurgulanması halinde sermaye piyasası aracı ihraçlarında yatırımcılara sağlanan hukuki korumalardan yatırımcılar yararlanamayacaklardır. Bu da yatırımcıları, girişim ortaklığının sözleşmesel borçlarını gereği gibi ifa etmesine olanak sağlayacak ek mekanizmaları hayata geçirmek için harekete geçirebilecek ve nihai olarak hızlı ve masrafsız bir şekilde sona ermesi gereken süreç tarafların çokça zaman ve para harcadığı uzun soluklu bir müzakere aşamasına dönüşebilecektir.
- (xi) Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin bir sermaye piyasası aracı olarak değil de alelade sözleşmesel ilişkiler dolayısıyla hayata geçirilmeye çalışılması halinde; sektörel adaptasyonu, bir başka ifadeyle, sektörde tek bir örnek olarak benimsenmesi de söz konusu sözleşmenin bir sermaye piyasası aracı olarak ihraç edilmesi haline nazaran daha sınırlı olacaktır. Keza çoğu defa hukukun yoruma muhtaç alanında kalan ve pek çok belirsizlik ihtiva eden bu karmaşık hukuki ilişkiler ağının örülmesi esnasında gerek yatırımcıların gerekse girişimcilerin konuya yaklaşımları farklılaşabilecektir. Bu da Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin sektörel olarak genel kabul görmesi ön koşuluyla elde edilebilecek menfaatlerin sağlanması noktasında büyük bir engel olarak karşımıza çıkmaktadır. Unutulmamalıdır ki, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi ile ABD girişimcilik ekosisteminde elde edilen menfaatler söz konusu sözleşmenin, sermaye piyasası aracı niteliğinin de yardımıyla, öncelikli olarak girişim ve yatırım ekosistemi tarafından kabul görmesi dolayısıyla elde edilebilmiştir.
- (xii) Sonuçta, yatırımların çok hızlı yapılmasını mümkün kılarak girişimcilik ekosistemine büyük katkılar sağlayan Tek Tip Yatırım Sözleşmesi'nin;

Türk hukuku kapsamında birebir -Amerikan girişimcilik ekosistemine yaptığı katkıları sağlar şekilde- tatbik edilemeyeceği sonucuna varılmış. Ancak, birtakım sözleşmesel ilişkiler vasıtasıyla benzer menfaatlerin sağlanmasının, sınırlı bir şekilde olsa da, mümkün olabileceği değerlendirilmesinde bulunulmuştur.

- (xiii) Türkiye’de son yıllarda girişimcilik ekosisteminde yaşanan gelişmeler ve ekonomik vizyonun bu alana çevrilmesi dolayısıyla yatırımların hızlı ve masrafsız yapılması ihtiyacı da yavaş yavaş kendisini hissettirmektedir. Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin bir sermaye piyasası aracı olarak SPK tarafından kabul edilmesi ve buna ilişkin kuralların bir tebliğ kapsamında düzenlenmesi şu an için ülkemizde sektörel bir ihtiyaç olarak göze çarpmaktadır.
- (xiv) Öte yandan, doğrudan girişim ortaklıklarının sermaye piyasası aracı ihracını kolaylaştıracak; ya da belirli tip yatırımcılara yapılacak ihraçların sermaye piyasası mevzuatının istisnalarından yararlandırılacağı düzenlemeler de SPK tarafından hayata geçirilebilir. Zira sermaye piyasası mevzuatına uyumlu bir ihraç için yapılacak masraflar çoğu defa bir girişim ortaklığının tohum ve ilk aşamada alabileceği yatırımlarının misliyle üzerinde olabilmektedir. Ayrıca mevcut sermaye piyasası mevzuatı kapsamında öngörülen bazı kurallar, örneğin dönüştürülebilir tahviller de dahil olmak üzere borçlanma araçları için sermayenin üç katına ihraç yapılabileceğine dair sınırlama, girişim ortaklıkları için mevcut kuralların uygulanmasını zaten olanaksız hale getirmektedir. Bütün bu hususlar göz önüne alındığında, Tek Tip Yatırım Sözleşmesi’nin hayata geçirilmesi için SPK tarafından gerekli adımlar atılarak bu tür yatırımlar desteklenmelidir.
- (xv) Bu kapsamda, yapılabilecek değişiklikler kapsamında bu tip yatırım sözleşmelerinin barındırdığı karma yapıları destekleyici sermaye piyasası araçlarının ihracına ilişkin somut kurallar belirlenmesi ve bu araçların ne şekilde sınıflandırılacağına ilişkin yol gösterici kararların verilerek bunların kamuya açıklanması da büyük önem taşımaktadır. Nitekim, birçok sermaye piyasası aracı SerPK ve ilgili mevzuat hükümlerinde sayma yoluyla gösterilmiştir ve yalnızca bir hukuki sonucu doğuracak şekilde

tasarlanmıştır. Oysa Tek Tip Yatırım Sözleşmesi, belirli şartların gerçekleşmesi halinde farklı hukuki sonuçların doğmasını öngörmektedir, bu yöntemle kapsayıcı ve standart bir sözleşme özelliğine bürünmektedir. Bu bakımdan, SPK'nın, ilgili sermaye piyasası araçlarının niteliklerini sıralayarak tanımlara yer vermesi, uygulamanın somutlaşması noktasında büyük bir önem taşımaktadır.



KAYNAKÇA

Adıgüzel, Burak, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı“ **TFM 2017**, 3(1), s. 1-8

Adıgüzel, Burak, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara, 2018

Aral, Fahrettin, ve Hasan Ayrancı, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, 9. Baskı, Ankara, 2012

Ayoğlu, Tolga, **Sermaye Piyasası Hukuku’nda Halka Arz Kavramı ve Halka Arza Aracılık Sözleşmeleri**, İstanbul, 2008

Ayoğlu, Tolga, “Sermaye Avansı Kavramı Üzerine Düşünceler”, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan**, İstanbul, 2017

American Bar Association, Model Business Corporation Act, açıklamalar, https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2017/01/08_mbc_a/ adresinden ulaşılabilir.

Bahtiyar, Mehmet, **Ortaklıklar Hukuku**, 13. Bası, İstanbul, 2019

Bainbridge, Stephen M., **Corporate Law**. Third ed. Concepts and Insights Series. St Paul, MN, 2015

Bartlett, Joseph W., **Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings, and Reorganizations**, 2. Baskı, New York, 1995

Bernthal, J. Brad, “The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology”, 2018 **BYU L. Rev.**, <https://scholar.law.colorado.edu/articles/1215/> adresinden ulaşılabilir.

Bone, Jonathan, Olivia Allen ve Christopher Haley, “Business Incubators and Accelerators: The National Picture, BEIS research paper number 7”, **United Kingdom Department for Business, Energy & Industrial Strategy**, 2017

Bozkurt, Tamer, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam) -Die Vinkulierung-**, İstanbul, 2016

Bratton, William Wilson ve Michael L. Wachter, “A Theory of Preferred Stock” **University of Pennsylvania Law Review**, Vol. 161, 2013

Buz, Vedat, **Yenilik Doğuran Haklar**, Ankara, 2005

Cahn, Andreas ve David C Donald, **Comparative Company Law : Text and Cases on the Laws Governing Corporations in Germany, the UK and the USA**. Cambridge, 2010

Calamos, John P, **Convertible Securities: the Latest Instruments, Portfolio Strategies, and Valuation Analysis**, New York, 1998.

Choper, Jesse H, John C Coffee, ve Ronald J Gilson, **Cases and Materials on Corporations**. 6th ed. New York, 2004

Cohen, Susan G. ve Yael V. Hochberg. "Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon." **SSRN Journal**, 2014

Coffee, John C., Hillary A. Sale, M.Todd Henderson, **Securities Regulation: Cases and Materials**, Thirteenth ed. St. Paul, MN, 2015

Coyle, John F. ve Joseph Green M., “The SAFE, the KISS, and the Note: A Survey of Startup Seed Financing Contracts” **103 Minnesota Law Review Headnotes**

42, 2018, UNC Legal Studies Research Paper, (Çevrimiçi (01.09.2019) <https://ssrn.com/abstract=3230352>),

Coyle, John F., and Green Joseph M. "Startup Lawyering 2.0." (Startup) **North Carolina Law Review**, vol. 95, no. 5, Haziran 2017, s. 1403-1432.

Coyle, John F. ve Joseph M. Green. "Contractual Innovation in Venture Capital." (Contractual Innovation) **Hastings Law Journal**, vol. 66, no. 1, Aralık 2014, s. 133-182.

Çatakoğlu, Buket, **Türk Sermaye Piyasası Hukuku'nda Borçlanma Araçları**, Ankara, 2016

Çeliktaş, İlyas, **Anonim Ortaklığın Kendi Paylarını İktisabı**, İstanbul, 2006

Damodaran, Aswath, "Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges" **SSRN Electronic Journal**, 12 Haziran 2009

Eren, Fikret, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt 3**, Ankara, 1991

Gevurtz, Franklin A., **Corporation Law**, 2. Baskı, St. Paul, 2010

Graham, Paul, **paulgraham.com High Resolution Fundraising**, 2010 (Çevrimiçi (01.09.2019): <http://www.paulgraham.com/hiresfund.html>);

Hamilton, Robert W, Jonathan R Macey, and Douglas K Moll, **The Law of Business Organizations : Cases, Materials, and Problems**, Twelfth. American Casebook Series. St. Paul, MN, 2014

Heminway, Joan MacLeod. "Why Can't We Be Friends: A Business Finance Lawyer's Plaintive Plea to Entrepreneurs." **North Carolina Law Review**, vol. 95, no. 5, Haziran 2017, s. 1459-1480

Hills, George S., “Convertible Securities- Legal Aspects and Draftsmanship”, **19 Calif. L. Rev. 1**, 1930

InBIA, “Numbers of US Entrepreneurship Centers by Type”, <https://inbia.org/wp-content/uploads/2018/08/NumberofECsimage.jpg?x62369> adresinden ulaşılabilir.

İmregün, Oğuz. **Kara Ticareti Hukuku Dersleri**, 12. Bası, İstanbul, 2001

İnce, Salih Tayfun. **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi**, 1. Bası, İstanbul, 2019

Kaya, İlknur, “İmtiyazlı Pay Kavramı ve Kayıtlı Sermaye Sisteminde İmtiyazlı Paylar” **Anadolu Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Prof. Dr. Akar Öcal Armağanı**, T.C. Anadolu Üniversitesi Yayını No: 3314, Eskişehir, 2016

Kendigelen, Abuzer, **Türk Ticaret Kanunu Değişiklikler, Yenilikler ve İlk Tespitler**, 2. Bası, İstanbul, 2012

Kırca, İsmail, Feyzan Hayal Şehirli Çelik ve Çağlar Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku Cilt 1**, Ankara, 2013

Manavgat, Çağlar, **Hukuki Bakımdan Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halka Arz**, Ankara, 2016

Memiş, Tekin ve Gökçen Turan, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 4. Baskı, Ankara, 2019

Metrick, Andrew ve Ayako Yasuda, **Venture Capital and the Finance of Innovation**, 2. Ed., New York, 2011

Moroğlu, Erdoğan, **Anonim Ortaklıklarda Sermaye Artırımı**, İstanbul, 2015

Moroğlu, Erdoğan, **Oy Sözleşmeleri**, 5. Baskı, İstanbul, 2015,

Oğuzman, Kemal, ve Öz M. Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler Cilt II**, 14. Bası, İstanbul, 2018

Okutan Nilsson, Gül , **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul, 2003,

Okutan Nilsson, Gül ve Oğuz Atalay, “Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmelerinde Öngörülen Pay Alım ve Satım Opsiyonlarının Hukuki Niteliği ve Cebri İcrası”, **Prof. Dr. Hüseyin Ülgen’e Armağan**, Cilt 1, İstanbul, 2007, s. 409-432

Özdamar, Mehmet, **Anonim Ortaklıkların Kendi Paylarını İktisap Etmesi**, Ankara 2005

Palmiter, Alan R., **Corporations : Examples and Explanations**, 5th ed., The Examples & Explanations Series., New York, 2006

Pulaşlı, Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi**, İstanbul, 2014

Poroy, Reha, ve Ünal Tekinalp, **Kıymetli Evrak Hukuku Esasları**, 23. Baskı, İstanbul, 2019

Securities and Exchange Commission (“SEC”), “Fast Answers, Convertible Securities”, <https://www.sec.gov/fast-answers/answersconvertibleshtm.html> adresinden ulaşılabilir.

SEC (Securities and Exchange Commission), “Investor Bulletin: Be Cautious of SAFEs in Crowdfunding”, **Investor Alerts and Bulletins**, 9 Mayıs 2017, https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/ib_safes adresinden ulaşılabilir.

Sermaye Piyasası Kurulu Uzmanları, “Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu, Lisanslama Sınavı Çalışma Notları: Sermaye Piyasası Araçları 1,

Ders Kodu: 1003” <https://www.spl.com.tr/docs/other/d337ef29-ef45-48.pdf> adresinden ulaşılabilir.

Sevi, Ali Murat, **Anonim Ortaklıkta Payın Devri**, 2. Baskı, Ankara, 2012

Sirmen, Lale. **Türk Özel Hukukunda Şart**, Ankara, 1992

Startups Watch ve T.C. Cumhurbaşkanlığı Yatırım Ofisi, **The State of Turkish Startup Ecosystem**, 2019

Soykan, İsmail Cem, **Türk Ticaret Kanununa Göre Anonim Ortaklıklarda Sermaye Taahhüdü Yoluyla Sermaye Artırımı**, İstanbul, 2019

Şener, Oruç Hami, **Teorik ve Uygulamalı Ortaklıklar Hukuku**, 4. Bası, Ankara, 2019

Talmor, Eli ve Florin Vasvari, **International Private Equity**, United Kingdom, 2011

Tandoğan, Haluk, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri Cilt I/2**, İstanbul, 2008

Tekinalp, Ünal, **Anonim Ortaklıkla Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul, 2012

Tekinalp, Ünal, “İmtiyazlı Paylar”, **Ticaret Hukuku ve Yargıtay Kararları Sempozyumu XIII**, Ankara, 1996

Tekinalp, Ünal, **Ünal Tekinalp’in Banka Hukuku’nun Esasları**, 2. Bası, İstanbul, 2009

Tekinalp, Ünal, Reha Poroy ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku I**, 14. Bası, İstanbul, 2019

Tekinalp, Ünal, Reha Poroy ve Ersin Çamoğlu, **Ortaklıklar Hukuku II**, 13. Bası, İstanbul, 2017

Tekinay, Selahattin Sulhi, **Medeni Hukuku'n Genel Esasları ve Gerçek Kişiler Hukuku**, İstanbul, 1992

Teoman, Ömer, “Bir Anonim Ortaklıkta Payların Tümüne Yasada Öngörülenden Daha Fazla Hak Tanınması Ayrıcalık Yaratmak Anlamına Gelir Mi?” **BATİDER**, C. XVII, S. 3, Ankara, 1996

Uludağ İlhan, **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ'ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**, İstanbul, 1996

Uzel, Necdet, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, İstanbul, 2013

Ülgen, Hüseyin, ve Mehmet Helvacı, **Kıymetli Evrak Hukuku**, İstanbul, 2013

Ünal, Oğuz Kürşat, **Menkul Kıymetler, Türk ve Amerika Birleşik Devletleri Hukukunda Menkul Kıymetler**, Ankara, 1988

Vural, Aslı. **Girişimciler için Yeni Nesil Bir Finansman Modeli “Kitle Fonlaması - Crowdfunding”: Dünya ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme ve Model Önerisi**, Yayımlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İstanbul, 2015 S. 57 vd.

Williams, Spencer. "Venture Capital Contract Design: An Empirical Analysis of the Connection between Bargaining Power and Venture Financing Contract Terms." **Fordham Journal of Corporate and Financial Law**, vol. 23, no. 1, 2017, s. 105-172.

Wiltbank, Robert ve Boeker, Warren, “Returns to Angel Investors in Groups” **SSRN Electronic Journal**, 1 Kasım 2007

Y Combinator, **Post-Money Safe User Guide**,
<https://www.ycombinator.com/docs/Post%20Money%20Safe%20User%20Guide.pdf>
(Son erişim tarihi: 12.05.2019)

Y Combinator, **SAFE Primer**, 2013, s. 1
(<https://web.archive.org/web/20180530225245/https://www.ycombinator.com/documents/>)

Yanlı, Veliye, “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramları”,
32 Banka Hukuku Dergisi 5, 2016

Zevkliler, Aydın ve Emre Gökyayla, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**,
15. BasıAnkara, 2015

ÖZGEÇMİŞ

Elçin Karatay, 17 Ağustos 1994 tarihinde Ankara'nın Çankaya ilçesinde doğmuştur. 2008 yılında TED Ankara Koleji Vakfı Özel Lisesi'nde lise öğrenimine başlamış ve 2012 yılında mezun olmuştur. Mezuniyetinin ardından, Koç Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nde yükseköğrenimine başlamıştır. 2016 yılında, Hukuk Fakültesi'nden mezun olmuş, bunun yanı sıra Koç Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'nde Ekonomi alanında yandalını tamamlamıştır. 2016-2017 güz yarıyılında ise Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Özel Hukuk Anabilim Dalı'nda yüksek lisans öğrenimine başlamıştır.

Elçin Karatay'ın, Kluwer Law International B. V. tarafından 2018 yılında yayımlanmış olan "Copyright Infringement" başlıklı kitapta Av. Yegan Liaje ile birlikte kaleme almış olduğu Türk Hukuku'na ilişkin olarak telif hakkı ihlallerinin değerlendirildiği "Copyright Infringement Turkey" başlıklı ve Türkiye Bilişim Derneği tarafından 2018 yılında yayımlanmış olan TBD Bilişim 2018 35. Ulusal Bilişim Kurultayı Bildiler Kitabı'nda Av. Mutlucan Solak ile kaleme almış olduğu "ICO'ların Sermaye Piyasası Kanunu Kapsamında Değerlendirilmesi" başlıklı yayımlanmış çalışmaları bulunmaktadır.

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
Enstitü : SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
Hazırlayanın Adı Soyadı : Elçin Karatay
Tez Başlığı : Amerikan Hukuku Kaynaklı *Safe*'lerin (*Simple Agreement For Future Equity*) Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi
Savunma Tarihi : 13.12.2019
Danışmanı : Doç. Dr. Sıtkı Anlam Altay

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

İmza

Prof. Dr. Hamdi Yasaman



Doç. Dr. Sıtkı Anlam Altay



Dr. Öğr. Üyesi Mehtap İpek İşleten



Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK
Enstitü Müdürü

