

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

**GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI VE
PAYSAHİPLERİ SÖZLEŞMESİ**



YÜKSEK LİSANS TEZİ

Salih Tayfun İNCE

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Sıtkı Anlam ALTAY

ARALIK 2018

ÖNSÖZ

Bu tez çalışmasının hazırlık, yazım ve savunma süreçlerinde, bana destek olan kişi ve kurumlara teşekkür etmeyi bir borç bilirim.

Öncelikle bana güvenip tez danışmanlığımı yapmayı kabul eden, çalışmanın her aşamasında benimle yakından ilgilenen ve tez jürimde yer alan, nezaketi ile maruf Doç. Dr. S. Anlam Altay’a şükranlarımı sunarım.

Araştırma görevlisi olarak kürsüsünde çalışmaktan onur duyduğum ve tez jürimde yer alarak beni ayrıca mutlu eden Prof. Dr. Ersin Çamoğlu’na teşekkür eder, daha nice seneler beraber çalışmayı temenni ederim.

Araştırma görevlisi olarak beraber çalıştığım, tez çalışması öncesi ve sırasında beni sürekli destekleyen, ahlâkı ile bana örneklik eden saygıdeğer hocam Dr. Öğr. Üyesi Bünyamin Gürpınar’a şükranlarımı sunarım.

Tezimde değerli eserlerinden yararlandığım ve tez jürimde yer almayı kabul ederek tezimi kıymetlendiren Dr. Öğr. Üyesi H. Ali Dural’a teşekkürlerimi sunarım.

Tez yazım sürecinin bir kısmını geçirdiğim ve kütüphanelerinden ziyadesiyle yararlandığım Hamburg Max Planck Karşılaştırmalı ve Uluslararası Özel Hukuk Enstitüsü’ne ve Rotterdam Üniversitesi Hukuk ve Ekonomi Enstitüsü’ne teşekkür ederim.

Yaşamımda bu güne değin hep yanımda olan annem Aysel İnce’ye, babam Necati İnce’ye ve kardeşim Hazal Burcu İnce’ye varlıkları için minnettarım.

Son olarak yüksek lisans eğitimim sırasında BİDEB-2210 programı ile sağladığı burs dolayısıyla TÜBİTAK’a teşekkür ederim.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	vi
RÉSUMÉ.....	viii
ABSTRACT	xii
ÖZET.....	xvi
GİRİŞ	1
BÖLÜM I: GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMI VE TÜRKİYE’DE HUKUKÎ DÜZENLENİŞİ	6
A. Girişim Sermayesi.....	6
1. Kavramsal Yaklaşım	6
a. İşlev.....	6
b. Öğretide ve Pozitif Düzenlemelerde Ele Alınışı	7
c. Unsurları ve Kişisel Tanımımız	9
2. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Aşamalar ve Özellikleri	11
a. Çekirdek Finansmanı (<i>Seed Investment</i>):	12
b. Başlangıç Finansmanı (<i>Start-up Investment</i>):.....	12
c. Büyüme/Genişleme Finansmanı (<i>Growth Finance</i>)	13
d. Köprü/Destek Finansmanı (<i>Bridge Finance</i>):	13
e. Yatırımdan Çıkış (<i>Exit</i>):.....	14
B. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Ortaya Çıkışı Ve Hukukî Düzenlenişi	17
1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Diğer Ülkelerdeki Gelişimi	18
a. Amerika Birleşik Devletleri	18
b. İngiltere.....	19
c. Almanya	19
d. Japonya	21
e. Genel Değerlendirme	21
2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Türkiye’de Ortaya Çıkışı ve Güncel Durumu	22
3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Türkiye’de Tâbi Olduğu Hukukî Düzenlemeler	27
a. GSYO Tanımı:	29

b. Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar	30
c. Yönetime İlişkin Esaslar	37
d. GSYO'da Payların Türü, Niteliği ve Devri	38
e. GSYO'ların Faaliyetleri ve Yatırımlarına İlişkin Hususlar	40
f. Girişim Şirketi ve Girişim Sermayesi Yatırımının Esasları	41
g. GSYO'larda Portföy Sınırlamaları	43
h. GSYO'larda Yatırım Sözleşmeleri	45
i. Kamuyu Aydınlatmaya ve Kurul'a Bildirime İlişkin Esaslar	47
j. GSYO Statüsünün Sona Ermesi	47
k. GSYO'ların Tabi Olduğu Vergisel Muafiyetler	49
l. Değerlendirme	50

BÖLÜM II: GİRİŞİM SERMAYESİ BAKIMINDAN PAYSАHİPLERİ SÖZLEŞMESİ

.....	52
A. Girişim Sermayesinde Paysahipleri Sözleşmesinin İşlevleri.....	52
1. Ortaklığın Stratejik Amacını Elde Etmesine Katkı	53
2. Ortaklığın Yenilikçi Hedeflerine Ulaşmasına Destek İşlevi	54
3. Ortaklık Yönetiminde Etkin Olma	55
4. Ortaklığın İstenmeyen/Yabancı Kişilerin Kontrolüne Girmesinin Önlenmesi 57	
5. Ortaklığa Fon ve Kredi Sağlanmasının Kolaylaştırılması.....	58
6. Ortaklık Yönetiminde Gerçekleşebilecek Kilitlenmelerin Önlenmesi.....	58
7. Ortaklığa İlişkin Uyuşmazlıkların Çözümünde Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemlerinin Belirlenmesi	59
B. Paysahipleri Sözleşmesinin Hukuki Yapısı	60
1. Genel Olarak Paysahipleri Sözleşmesi.....	60
a. Terminolojik Yaklaşımlar	61
b. Ortaklıklar Hukuku'ndaki Etkisi ve İşlevleri	63
c. Atipikliği ve Uygulamada Farklılaşan Türleri	65
2. Paysahipleri Sözleşmesinin Özellikleri	66
a. Kanunda Öngörülmemesi	66
b. Şekil	69
c. Taraflar ve Bağlayıcılık	70
d. Amaç ve İşlev	73
3. Paysahipleri Sözleşmesinin Geçerliliği Tartışması	74
a. Kanuna Aykırılık	75
b. İmkânsızlık	79
c. Ahlâka ve Kişilik Haklarına Aykırılık	80
d. Kamu Düzenine Aykırılık	83
4. Paysahipleri Sözleşmesinin Sona Ermesi.....	84
a. Adi Ortaklık Oluşturan Paysahipleri Sözleşmelerinin Sona Ermesi	84
b. Adi Ortaklık Oluşturmayan Paysahipleri Sözleşmelerinin Sona Ermesi	87

BÖLÜM III: GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARINDA AKDEDİLEN PAYSАHİPLERİ SÖZLEŞMELERİNİN OLAĞAN HÜKÜMLERİNİN İNCELENMESİ

.....	91
-------	----

A. Ortaklığın Örgütü İle İlgili Hükümler.....	91
1. Ortaklığın Konusu ve Faaliyet Alanı.....	91
2. Ortaklığın Organizasyonu	93
B. Paysahiplerinin Haklarına Ve Yükümlülüklerine İlişkin Hükümler	98
1. Oy Hakları	98
2. Pay Devir Kısıtlamaları.....	100
a. Öncelik Hakkı (<i>Right of First Option / Right of First Refusal</i>).....	102
b. Önalım Hakkı (<i>Pre-emption Right</i>)	103
c. Alım ve Satım Hakları (<i>Call Option ve Put Option</i>)	106
d. Katılım ve Katma Hakkı (<i>Tag Along ve Drag Along</i>).....	108
3. Mali Haklar ve Borçlar (<i>Financial Rights and Obligations</i>)	109
4. Sadakât Yükümü (<i>Duty of Loyalty</i>).....	112
5. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkına İlişkin Hükümler (<i>Right to Information and Inspection</i>).....	113
C. Sözleşmeye Uyulması Amacıyla Konulan Hükümler	114
1. Sözleşme Cezası.....	114
2. Payların Bir Adi Ortaklığa ya da Ticaret Ortaklığına Sermaye Olarak Konulması	116
3. Borçlunun Temsil Yetkisi Vermesi ve Pay Senetlerinin Tevdii	117
SONUÇ:.....	119
KAYNAKÇA:.....	129
ÖZGEÇMİŞ.....	143

KISALTMALAR

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AO	Anonim Ortaklık
AR-GE	Araştırma ve Geliştirme Etkinlikleri
BATİDER	Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi
BDDK	Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BGE	İsviçre Federal Mahkemesi Kararları (<i>Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts</i>)
BGHZ	Alman Federal Mahkemesi Kararları (<i>Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen</i>)
BİAŞ	Borsa İstanbul Anonim Şirketi
Bkz.	Bakınız
C.	Cilt
Çev.	Çeviren
dpn.	Dipnot
E.	Esas
Ed.	Editör
ET	Erişim Tarihi
eTTK	6762 sayılı Türk Ticaret Kanunu
GİP	Gelişen İşletmeler Piyasası
GSYO	Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
HD	Hukuk Dairesi
İÜHFM	İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası
K.	Karar
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KOBİ	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
KOSGEB	Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
KVK	5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
LO	Limited Ortaklık
Mük.	Mükerrer
NASDAQ	Ulusal Menkul Kıymet Aracı Kurumları Birliği (<i>National Association of Securities Dealers Automated Quotations</i>)
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (<i>Organization of Economic Cooperation and Development</i>)
RG	Resmi Gazete
s.	Sayfa

S.	Sayı
SBIC	Küçük İşletme Yatırım Ortaklığı (<i>Small Business Investment Corporation</i>)
SerPK	Sermaye Piyasası Kanunu
SSRN	Sosyal Bilimler Araştırma Ağı (<i>Social Sciences Research Network</i>)
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
t.	Tarih(li)
TBK	6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu
Tebliğ	2013 tarihli Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3)
TESK	Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu
TB	Ticaret Bakanlığı
Tic. D.	Ticaret Dairesi
TL	Türk Lirası
TMK	4721 sayılı Türk Medeni Kanunu
TOBB	Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TTK	6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	Türkiye Ticaret Sicil Gazetesi
UBGG	Risk Sermayesi Yatırım Şirketleri Kanunu (<i>Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften</i>)
VCT	Venture Capital Trust (Girişim Sermayesi Ortaklığı)
vd.	Ve devamı
YHGK	Yargıtay Hukuk Genel Kurulu
YKD	Yargıtay Kararları Dergisi
YÜHFD	Yeditepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi

RÉSUMÉ

En particulier après la Seconde Guerre mondiale, le soutien aux entrepreneurs est devenu partie intégrante des politiques économiques des États afin de favoriser le développement technologique. Bien que fournissant des crédits rentables, la méthode de financement classique pour la promotion de l'esprit d'entreprise, ne perd pas de son importance, l'application de moyens de financement alternatifs continuent d'augmenter de jour en jour. Le sujet de cette thèse est l'émergence des sociétés de capital-risque (girişim sermayesi yatırım ortaklıkları-GSYO), les entreprises préfèrent devenir un partenaire avec les entrepreneurs au lieu de leur accorder des crédits et spécialisés dans les investissements de capital-risque, analyse de l'utilisation des pactes d'actionnaires, en tant que question commune pour le droit des obligations et le droit commercial, dans les investissements de capital-risque.

GSYOs sont l'un des types de sociétés qui peuvent faire des investissements de capital-risque. Étant donné que l'investissement dans le capital-risque est une décision d'investissement, cette possibilité pourrait également être utilisée par des personnes physiques ou par d'autres types de sociétés. Cependant, les législateurs encouragent l'utilisation de GSYO pour les investissements de capital-risque en fournissant certains avantages fiscaux puisque le développement technologique créé par GSYO est une partie et un objectif de la politique publique, et ce développement doit être maintenu efficacement et sous contrôle.

Le mécanisme exclusif des investissements en capital-risque comporte trois éléments fondamentaux: «investisseur en capital-risque» qui a les ressources financières et en capital nécessaires, «entrepreneur» qui a besoin de capital pour réaliser son idée d'investissement rentable et «GSYO». "Qui a établi une relation entre ces deux parties. "Société de capital-risque" qui est l'institutionnalisation de l'investissement de capital-risque, devrait être considéré dans ce mécanisme.

Les investissements réalisés à différentes étapes des investissements en capital-risque portent des noms différents, tels que les semences, le démarrage, la croissance et le financement provisoire, ainsi que différentes caractéristiques en termes d'investissements pertinents. Après ces étapes est le processus de sortie de l'investissement. La sortie peut se faire par le biais d'une offre publique, d'une fusion ou d'une acquisition.

Dans la pratique, une introduction générale des investissements en capital-risque a d'abord été faite afin de déterminer si l'idée d'entreprise est dans le cadre de l'investissement en capital-risque. S'il apparaît que l'idée de l'entreprise relève de l'investissement en capital-risque, GSYO fera preuve de diligence raisonnable à l'égard de la société si la société est déjà établie ou si la société de capital-risque n'est pas encore établie, le rapport de faisabilité idée sera émise. Dans le même temps, le business plan présenté par l'entrepreneur est examiné. La valeur de l'investissement

est déterminée en évaluant les aspects techniques, financiers et juridiques de l'information acquise. Dans la prochaine étape, le contrat d'investissement est conclu dans lequel les principes de base de l'investissement, les droits et obligations des parties, la période d'investissement et le moyen de sortie sont déterminés. Le pacte d'actionnaires, examiné dans la présente thèse, intervient à ce stade. Les conventions d'actionnaires sont signées en même temps que les contrats d'investissement après que les parties ont convenu des conditions d'investissement.

Loi sur le marché des capitaux (SerPK), numéro 6362 et en date du 06.12.2012, réglemente les sociétés d'investissement et les conditions de leur établissement et les activités en général. Selon l'article 48/2 du SerPK, le Conseil des marchés de capitaux établira les règlements secondaires concernant les sociétés d'investissement.

Le communiqué concernant les sociétés d'investissement à capital-risque (III-48.3) (Communiqué) préparé par le Conseil en application des articles 48 et 49 du SerPK a été publié au Journal officiel du 9.10.2013 et numéroté 28790, afin de réglementer les principes de GSYO. Selon ce communiqué, une société peut être initialement créée en tant que GSYO ou il est également possible de transformer une société par actions en GSYO en modifiant les statuts en fonction des conditions énoncées dans le SerPK et le Communiqué. Les demandes d'établissement de GSYO ou de conversion en GSYO doivent être examinées et approuvées par le Conseil. Une exigence de capital minimum différente des sociétés par actions et des sociétés à responsabilité limitée, stipulée pour les OGC. En raison des fonctions de GSYO et des circonstances du marché du capital de risque, un certain nombre de caractéristiques ont été recherchées tant pour les actionnaires que pour les gestionnaires. En outre, le conseil d'administration sera élu et exercera ses fonctions conformément aux règlements du Conseil et aux dispositions pertinentes du Code de commerce turc. Il est obligatoire de demander au Conseil d'administration de contrôler si l'établissement est conforme aux dispositions du SerPK et du Communiqué et il est également obligatoire de demander au Conseil de modifier les statuts existants afin de déterminer la conformité. avec les dispositions du SerPK et du Communiqué.

Les certificats d'actions d'un GSYO peuvent être émis en tant que certificats d'actions nominatives ou au porteur. Selon le Communiqué, l'autorisation obtenue du Conseil pour certains transferts spéciaux d'actions est obligatoire. La portée des activités du BSGJ est déterminée comme des investissements de capital de risque, et ces activités sont énumérées dans le communiqué avec des explications. Cependant, certains autres types d'investissements sont autorisés de manière restrictive.

Conformément à l'article 21 du communiqué, les OSJG ne peuvent soutenir que des sociétés et des sociétés à responsabilité limitée. Le contenu obligatoire et facultatif du pacte d'actionnaires à signer entre les actionnaires dirigeants de la société de capital-risque et GSYO est également réglementé. Ce contrat d'actionnariat a les caractéristiques de l'accord des actionnaires.

Les accords d'actionnaires dans les investissements de capital-risque visent à contribuer à la réalisation des objectifs stratégiques du partenariat, à soutenir les objectifs innovants du partenariat, à assurer l'efficacité de la gestion des partenariats, à empêcher le contrôle des personnes indésirables sur le partenariat et des crédits au

partenariat, pour prévenir les lock-out qui peuvent survenir dans la gestion des partenariats et pour déterminer des méthodes alternatives de règlement des différends.

Certaines dispositions qui ne seraient pas valables si elles sont régies par les statuts deviennent valables lorsqu'elles sont régies par la convention d'actionnaires. Parce que les dispositions qui entrent dans le champ d'application des statuts peuvent être exclues de la couverture des dispositions impératives de la CCI lorsqu'elles sont réglées dans la convention d'actionnaires. La principale raison à cela est le fait que les dispositions de la convention d'actionnaires ne lient que les actionnaires qui sont parties au contrat.

Dans la pratique, pour remplir les objectifs et fonctions énoncés ci-dessus, les dispositions concernant la création de la société de capital-risque et les droits et obligations des actionnaires et l'exécution de la convention d'actionnaires sont plus fréquemment utilisées.

Afin d'éliminer l'obligation de recourir à la procédure de modification des statuts au cas où la société de capital-risque a l'intention de modifier ses activités, la clause de champ d'application est maintenue aussi large que possible et les limites pour refléter la volonté du actionnaires sont déterminés dans la convention d'actionnaires. De cette manière, la confidentialité de l'objet des investissements de capital-risque peut être assurée surtout si les investissements prévus sont insuffisamment protégés en termes de droits intellectuels et industriels.

Un accord de vote peut être considéré comme une forme particulière de convention d'actionnaires, qui contient des engagements dans l'organe de décision de la société de capital-risque. Ces engagements sont différents du vote par procuration et non contraires aux dispositions impératives interdisant le transfert des certificats d'actions séparément de l'actionnaire.

Des restrictions sur le transfert d'actions peuvent être faites dans les accords d'actionnaires, en particulier dans les investissements de capital-risque où le nombre d'actionnaires est faible et vise à empêcher l'entrée d'étrangers, de concurrents ou de personnes indésirables dans l'entreprise. Bien que ces droits soient similaires au système de transférabilité restreinte en termes de restriction du transfert d'actions, il est possible que l'actionnaire soit passible d'une indemnisation si le transfert de l'action n'est pas réalisé. être limité et l'obligation de transfert peut survenir indépendamment de la volonté de l'actionnaire en raison de la formalité du droit. Par conséquent, il peut restreindre la liberté de l'actionnaire de transfert des actions au-delà du système de transférabilité restreinte. Étant donné que l'inclusion de telles restrictions dans les statuts ne constitue pas un caractère corporatif, il est supposé que les obligations fondées sur ces dispositions ont la nature de la loi d'obligation. Par conséquent, les arrangements seront minimisés et contestés seront évités avec la convention d'actionnaires.

Les conventions d'actionnaires pour les investissements de capital-risque peuvent exiger que l'action soit offerte aux actionnaires existants avant le transfert à un tiers (droit de priorité). Surtout lorsque les actionnaires d'une entreprise ne sont pas disposés à engager des étrangers - généralement au stade de l'investissement initial, lorsqu'il existe des hésitations sur la protection des droits intellectuels et

industriels - un actionnaire peut utiliser ce droit si la concession est faite dans la convention d'actionnaires.

Dans la majorité des investissements en capital-risque, dans le cas de la vente d'actions de sociétés à des tiers, le pacte d'actionnaires contient des droits de préemption. Si un actionnaire envisage de vendre sa part à un tiers, les autres parties à la convention d'actionnaires qui ont le droit de préemption pourront acheter cette action avec une déclaration unilatérale.

Les mécanismes de prise de décision dans les investissements de capital-risque, dans lesquels les parties sont à moitié partenaires, dépendent du consensus des parties. L'option d'achat et les droits d'option de vente peuvent être prévus par la convention d'actionnaires à utiliser lorsque l'entreprise est dans l'impasse. La partie qui a l'option de vente peut contraindre l'autre partie à acheter ses actions et la partie avec le droit d'option d'achat peut exiger le transfert des actions de l'autre partie sans tenir compte de la volonté de l'autre partie.

Si l'investisseur en capital-risque est obligé par l'accord des actionnaires de contracter une dette de société de capital-risque ou de compenser le déficit de la société de capital-risque, un accord contractuel doit au moins fournir une base temporelle et quantitative mesurable pour la dette.

Si l'investisseur en capital-risque est tenu de cautionner le crédit de la société de capital-risque conformément à la convention d'actionnaires, cela sera considéré comme une promesse de contrat avec un tiers bénéficiaire. Selon l'article m. 29/2 du Code des obligations turc, la validité de cette promesse dépendra du type de contrat à établir dans le futur. Forme de cette promesse doit être conforme aux exigences de l'article 583 du Code des obligations turc.

En règle générale, il est généralement admis que les actionnaires des sociétés ne sont pas tenus de se loyaliser entre eux et envers la société. Si une obligation générale de fidélité est convenue entre les parties, elle comporte une obligation de ne pas concurrencer la société. Ainsi, l'obligation de loyauté devant être décidée par l'accord des actionnaires dans les investissements de capital-risque, les parties peuvent empêcher les autres de nuire à l'entreprise en entrant en concurrence ou en empêchant le partage d'informations techniques ou de savoir-faire.

La convention d'actionnaires peut contenir une pénalité contractuelle, qui peut être appliquée si l'une des parties ne remplit pas l'obligation contractuelle ou si nécessaire. Conformément à l'article 182 du Code des obligations turc, les parties seront libres de désigner le montant de la pénalité qu'elles appliqueront à l'accord.

Le transfert d'actions à une société de personnes simple ou à une société de personnes constituée par les parties à la convention d'actionnaires est l'une des méthodes utilisées pour assurer un vote approprié conformément à la convention entre actionnaires. En utilisant cette méthode, les actions ne peuvent être transférées à des tiers sans l'approbation des parties à la convention d'actionnaires. En pratique, afin de garantir le respect de la convention d'actionnaires, les parties peuvent convenir de délivrer des certificats d'actions à un consortium ou à un tiers, tel qu'une banque ou un notaire public, en vertu de l'article 561 du code des obligations turc dans le cadre du contrat de garde.

ABSTRACT

Particularly after the Second World War, support for entrepreneurs has become part of economic policies of states in order to foster the technological development. Although providing cost-effective credits, the classical financing method for the promotion of entrepreneurship, does not lose its importance, application of alternative financing ways continue to increase day by day. The subject of the this thesis is emergence of venture capital investment corporations (*girişim sermayesi yatırım ortaklıkları*-GSYO), corporations prefer to become a partner with entrepreneurs instead of providing credit to them and specialized in venture capital investments, applicable law for GSYO's in Turkey and analysis of utilization of shareholders' agreements, as a common issue for law of obligations and commercial law, in venture capital investments.

GSYOs are one of the types of companies that can make venture capital investment. Since investing in venture capital is an investment decision, this opportunity could also be used by natural persons or by means other types of companies. However, lawmakers encourage utilization of GSYO for venture capital investments by providing some tax advantages since technological development created by GSYOs is a part and a goal of public policy, and this development must be maintained efficiently and under control.

There are three fundamental elements for the exclusive mechanism of venture capital investments: "Venture capital investor" that has the necessary capital and financing resources, "entrepreneur" who needs capital in order to realize his/her idea as a profitable investment, and "GSYO" which established a relation between these two parties. "Venture capital company" which is the institutionalization of the venture capital investment, should be considered in this this mechanism.

Investments realized at different stages of venture capital investments have different names, such as seed, start-up, growth and bridge financing, and different features in terms of relevant investments. Following these stages is the process of exit from the investment. Exit can be done through public offering as well as merger or acquisition.

In practice, a general introduction of venture capital investments made at first in order to determine that whether the venture idea is within the scope of venture capital investment. If it is appeared that the idea of the venture is within the scope of venture capital investment, GSYO will make a due diligence on the company if the venture company is already established or if the venture company is not established yet, the feasibility report on venture idea will be issued. At the same time the business plan presented by the entrepreneur is examined. The value of the investment is determined by evaluating the technical, financial and legal aspects of the acquired information. In the next stage, the investment contract is made in which the basic

principles of the investment, the rights and obligations of the parties, the investment period and the way of exit are determined. The shareholders' agreement, which is examined in the present thesis, comes into play at this stage. Shareholders agreements are signed concurrently with the investment contracts after the parties have agreed on the investment conditions.

Capital Market Law (SerPK), numbered 6362 and dated 06.12.2012, regulates investment companies and conditions of their establishment and activities in general. According to Article 48/2 of the SerPK, the Capital Markets Board will make the secondary regulations regarding investment companies.

The Communiqué Concerning Venture Capital Investment Companies (III-48.3) (Communiqué) prepared by the Board pursuant to Articles 48 and 49 of the SerPK has been published in the Official Gazette dated 9.10.2013 and numbered 28790, in order to regulate the principles for GSYOs. According to this communiqué, a company can be initially established as a GSYO or it is also possible to transform a joint stock company into a GSYO by changing the articles of association according to the conditions set out in the SerPK and Communiqué. Applications for establishment of GSYO or conversion to GSYO are required to be reviewed and approved by the Board. A minimum capital requirement different from joint stock companies and limited liability companies, stipulated for GSYOs. Due to the functions of GSYO and circumstances of the venture capital market, a number of features have been sought for both shareholders and managers. Besides board of directors will be elected and perform their duties according to Board regulations and relevant provisions of the Turkish Commercial Code. It is compulsory to apply to the Board in order to control whether the establishment is in accordance with the provisions of the SerPK and Communiqué and it is also compulsory to apply to the Board for the amendment of the existing articles of association in order to determine compliance with the provisions of the SerPK and the Communiqué.

The share certificates of a GSYO can be issued as registered or bearer share certificates. According to the Communiqué, permission obtained from the Board for certain special share transfers is mandatory. The scope of activities of the GSYO is determined as venture capital investments, and these activities are listed in the Communiqué with explanation. However, some other types of investments are restrictively allowed as well.

In accordance with Article 21 of the Communiqué, GSYOs are allowed to support only corporations and limited liability companies. The compulsory and elective content of the shareholders agreement to be signed between the managing shareholders of the venture company and GSYO is also regulated. This share ownership contract has the characteristics of shareholders agreement.

Shareholders agreements in venture capital investments function to contribute achievement of strategic aims of the partnership, to support the innovative objectives of the partnership, to provide effectiveness in partnership management, to prevent the control of undesirable persons over the partnership, to facilitate the provision of funds and credits to the partnership, to prevent the lockouts that can occur in partnership management and to determine alternative dispute resolution methods.

Certain provisions that would not be valid if regulated by the articles of association become valid when they are regulated by the shareholders agreement. Because the provisions which are in the scope of Articles of Association can be excluded from coverage of the TCC's mandatory provisions when they are settled in the shareholders agreement. The main reason for this is the fact that the provisions of the shareholders agreement are only binding against the shareholders who are parties to the contract.

In practice, in order to fulfill the purposes and functions stated above, provisions regarding establishment of the venture company and rights and obligations of the shareholders and enforcement of the shareholders agreement are more frequently used.

In order to eliminate the obligation to resort to the procedure of amendment of the articles of association in case the venture company is intended to amend its activities, the field of operation clause is kept as wide as possible and the limitations to reflect the will of the shareholder are determined in the shareholders agreement. In this way, confidentiality of subject of venture capital investments can be ensured especially if the planned investments are inadequately protected in terms of intellectual and industrial rights.

A voting agreement can be considered as a special form of a shareholders agreement, which contains commitments in the decision-making body of the venture company. These commitments are different from voting through proxy and not contrary to the imperative provisions prohibiting the transfer of share certificates separately from the shareholder.

Restrictions on share transfer can be made in the shareholders agreements, especially in venture capital investments where the number of shareholders is low and it is aimed to prevent entry of foreigners, competitors or undesirable people to the company. Although these rights are similar to the restricted transferability system in terms of restricting the transfer of shares, there is a possibility that the shareholder may be liable to compensation if the transfer of the share aren't realized, shareholder's freedom of determination of share price can be restricted and the obligation to transfer may arise regardless of the will of the shareholder because of the formativeness of the right. Therefore, it may restrict the shareholder's freedom of transfer of shares beyond the restricted transferability system. Since the inclusion of such restrictions in the articles of association does not constitute a corporative character, it is assumed that liabilities based on these provisions has the nature of obligation law. Therefore arrangements will be minimized and disputed will be prevented with the shareholders agreement.

Shareholders agreements for venture capital investments may require that the share be offered to existing shareholders prior to the transfer to a third party (priority right). Especially when the shareholders of venture company is not willing to engage foreigners - usually at the initial investment stage, when there are hesitations about the protection of intellectual and industrial rights – a shareholder may use this right if the concession is made in the shareholders agreement.

In the majority of venture capital investments, in the case of the sale of venture company shares to third parties, shareholders agreement contains preemption rights.

If a shareholder plans to sell his/her share to a third party, other parties to the shareholders agreement who are given the preemption right will be able to buy that share with a unilateral declaration.

Decision-making mechanisms in venture capital investments, in which the parties are half-partnered, depend on the consensus of the parties. The call option and put option rights can be foreseen by the shareholders agreement to be utilized when the company is deadlocked. The party who has the put option may compel the other party to buy his/her shares and the party with the call option right may demand the transfer of the other party's shares without regard to the will of the other party.

If the venture capital investor is obliged by the shareholders agreement to undertake a debt of venture company or to compensate deficit of the venture company, an contractual arrangement should be made which at least provide a measurable temporal and quantitative basis for the debt to be incurred.

If the venture capital investor is obliged to provide surety for the credit of the venture company according to the shareholders agreement, this will be considered as a promise for a third party beneficiary contract. According to Article m. 29/2 of Turkish Code of Obligations, the validity of this promise will depend on the type of contract to be established in the future. Form of this promise must be in accordance with the requirements Article 583 of Turkish Code of Obligations.

It is generally accepted as a rule that the shareholders of corporations do not carry the obligation of loyalty to each other and toward the corporation. If a general loyalty obligation is agreed between the parties, it contains an obligation to not to compete with the company. Thus, with the loyalty obligation to be decided by the shareholders agreement in the venture capital investments, parties can prevent others to harm the venture company by entering into competition with or to prevent the sharing of technical information or know-how.

The shareholders agreement may contain a contract penalty, which can be applied if one of the parties fails to fulfill the contractual obligation at all or as required. According to Article 182 of Turkish Code of Obligations, parties will be free to designate the amount of the penalty that they will place on the agreement.

The transfer of shares to a simple partnership or a trade partnership consisting of the parties of the shareholders agreement is one of the methods used in order to ensure appropriate voting in accordance with the shareholders agreement. By the use of this method, the shares are prevented from being transferred to third parties without the approval of the parties to the shareholders agreement. In practice, in order to ensure compliance with the shareholders agreement, in addition to the appointment of representatives to the parties, parties may be agreed to deliver share certificates to a consortium or a third party, such as a bank or a notary public, pursuant to Article 561 of Turkish Code of Obligations in the framework of the custody contract.

ÖZET

Özellikle İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, teknolojik gelişmeyi hızlandırmak amacıyla girişimcilerin desteklenmesi, devletlerin ekonomi politikalarının bir parçası hâline gelmiştir. Günümüzde girişimcilerin desteklenmesi için klasik finansman yöntemi olan uygun maliyetli kredi sağlanması yolu ağırlığını yitirmese de alternatif finansman yöntemleri her geçen gün yaygınlık kazanmaya devam etmektedir. Bu tezin konusu, girişimcilere kredi vermek yerine şirketlerine ortak olarak finansman sağlamayı amaç edinen ve bu alanda özelleşmiş bir şirket türü olan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının (**GSYO**) Türkiye'de ortaya çıkışı, tâbi olduğu hukukî düzenlemeler ve ortaklıklar hukuku ile borçlar hukukunun ortak bir konusu olan paysahipleri sözleşmesinin girişim sermayesi yatırımlarında kullanılmasının incelenmesidir.

GSYO'lar, girişim sermayesi yatırımı yapabilecek şirket türlerinden yalnız birisidir. Girişim sermayesi yatırımı yapmak bir yatırım kararı olduğu için bu imkân, gerçek kişiler tarafından ya da başka şirket türleri vasıtası ile de kullanılabilir. Ancak teknolojik gelişmenin kamu politikasının bir parçası ve hedefi olması dolayısıyla, teknolojik gelişme önemli oranda katkı sağlayan girişim sermayesi yatırımlarının hem daha etkin bir şekilde hem de kontrol altında yapılabilmesi için yasakoyucu tarafından GSYO'lara ve bu şirketlerin paysahiplerine bazı vergisel avantajlar dahi tanınarak bu şirketler vasıtasıyla yatırım yapılması teşvik edilmektedir.

Girişim sermayesinin özel çalışma mekanizmasında üç temel unsur vardır: Bunlar, sistemde gerekli sermaye ve finansman kaynağına sahip olan “girişim sermayesi yatırımcısı”, fikrini kârlı bir yatırım hâline dönüştürmeyi amaçlayan ancak sermaye gereksinimi olan “girişimci” ve bu ikisi arasındaki ilişkinin kurulmasını sağlayan “girişim sermayesi yatırım ortaklığı”dır. Bu unsurlara, girişim sermayesi yatırımının kurumsallaşması anlamına gelen “girişim şirketi” ilave edilebilir.

Girişim sermayesi yatırımlarında farklı aşamalarda yapılan yatırımların çekirdek, başlangıç, büyüme ve köprü finansmanı gibi farklı adları ve bu aşamalara özgü farklı yatırımsal özellikleri vardır. Bu aşamaların ardından ise yatırımdan çıkış süreci gelmektedir. Bu çıkış halka açılma yoluyla olabileceği gibi birleşme ya da satın alma yöntemleri ile de gerçekleştirilmektedir.

Uygulamada, girişim sermayesi yatırımlarında önce girişim fikrinin genel bir tanıtımı yapılarak girişim sermayesi kapsamına girip girmediği belirlenir. Eğer girişim fikrinin, girişim sermayesi yatırımı kapsamına giren işlerden olduğu tespit edilirse GSYO tarafından, hâlihazırda girişim şirketi kurulmuş ise şirkete dair ayrıntılı inceleme (*Due Dilligence*) yapılır veya şirket henüz kurulmamışsa girişim fikrine ilişkin fizibilite raporu çıkarılır. Aynı zamanda girişimci tarafından sunulan iş plânı incelenir. Elde edilen veriler teknik, mali ve hukukî açılarından

değerlendirilerek girişim projesinin yatırım değeri belirlenir. Sonraki aşamada ise yatırımın gerçekleştirilmesine dair temel ilkelerin, tarafların hak ve yükümlülüklerinin, yatırım süresinin ve çıkış yönteminin belirlendiği yatırım sözleşmesi yapılır. İşbu tezde incelenen paysahipleri sözleşmesi, bu aşamada devreye girmektedir. Paysahipleri sözleşmeleri, taraflarca yatırım koşulları üzerinde anlaşma sağlanıp yatırım konusunda mutabık kalındıktan sonra yatırım sözleşmeleri ile eş zamanlı olarak yapılmaktadır.

6.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Türkiye’de yatırım ortaklıklarını ve yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet şartlarını genel olarak düzenlemiştir. SerPK madde 48/2’ye göre yatırım ortaklıklarına ilişkin ikincil düzenlemelerin Kurul tarafından yapılacağı ifade edilmiştir.

GSYO’lara ilişkin esasları düzenlemek üzere, SerPK’nin 48. ve 49. maddeleri uyarınca, Kurul tarafından hazırlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3), 9.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğe göre bir ortaklığın başlangıçta GSYO olarak kurulması mümkün olduğu gibi bir AO’nun esas sözleşmesini SerPK ve Tebliğ’de yer alan koşullara göre değiştirmesi yoluyla GSYO’ya dönüşmesi de mümkündür. GSYO kuruluşu ya da GSYO’ya dönüşüm için yapılacak başvuruların Kurul tarafından incelenerek onaylanması gerekmektedir. Özel bir şirket türü olarak düzenlenmiş GSYO’lar için AO ve LO’lardan farklı bir asgari sermaye zorunluluğu getirilmiştir. GSYO’ların yerine getirdiği işlev ve bulunduğu özel koşullar nedeniyle hem ortaklar hem de yöneticiler açısından taşınması gereken birtakım özellikler aranmış; yönetim kurulunun, Kurul düzenlemelerine ve TTK’nin ilgili hükümlerine dayalı olarak seçilip görev yapacağı öngörülmüştür. Kurulda, esas sözleşmenin SerPK ve Tebliğ hükümlerine göre olması; dönüşümde ise mevcut esas sözleşmenin Kanun ve Tebliğ hükümlerine göre değiştirilmesi amacıyla Kurul’a başvurulması zorunlu tutulmuştur.

GSYO’da ortaklık payları, nama ya da hamiline yazılı olarak ihraç edilebilmektedir. Tebliğ’de bazı özellikli pay devirlerinde Kurul’dan izin alınması zorunluluğu düzenlenmiştir. GSYO’ların faaliyet kapsamı girişim sermayesi yatırımları olarak belirlenmiş, bu faaliyetler Tebliğ’de özellikleri itibariyle sayılmış; ancak sayılan bazı diğer yatırımların da sınırlı olarak yapılabilmesine izin verilmiştir.

Tebliğ’in 21. maddesi uyarınca GSYO’ların, sadece anonim ve limited şirketlere destek olmasına izin verilmiştir. Girişim şirketinin yönetim kontrolüne sahip ortakları ile GSYO arasında imzalanacak pay sahipliği sözleşmesinin zorunlu ve seçimlik içeriği de düzenlenmiştir. Sözü geçen pay sahipliği sözleşmesi bir paysahipleri sözleşmesi niteliğindedir.

Girişim sermayesi yatırımlarında paysahipleri sözleşmeleri; ortaklığın stratejik amacını elde etmesine katkı, ortaklığın yenilikçi hedeflerine destek işlevi görme, ortaklık yönetiminde etkin olma, ortaklığın istenmeyen kişilerin kontrolüne girmesinin önlenmesi, ortaklığa fon ve kredi sağlanmasının kolaylaştırılması, ortaklık yönetiminde gerçekleştirilecek kilitlenmelerin önlenmesi ve ortaklığa ilişkin uyuşmazlıkların çözümünde alternatif uyuşmazlık çözüm yöntemlerinin belirlenmesi gibi işlevler görebilmektedir.

Esas sözleşme ile düzenlense geçerli olmayacak bazı hükümler, paysahipleri sözleşmesi ile düzenlendiğinde geçerli olabilmektedir. Çünkü esas sözleşme ile TTK'nin emredici hükümlerinin kapsamında olacak hükümler, paysahipleri sözleşmesi ile TTK'nin emredici hükümlerinin kapsama alanından çıkarılabilmektedir. Bunun temel nedeni ise esas sözleşmede getirilen hükümlerin “pay mevkiine” yönelik hükümler niteliği taşıması nedeniyle payı devralan herkesi bağlamasına karşın paysahipleri sözleşmesi hükümleri sadece sözleşmeye taraf olan paysahiplerine karşı bağlayıcılık göstermektedir.

Girişim sermayesi yatırımları için akdedilecek paysahipleri sözleşmelerinde, yukarıda ifade edilen amaçları ve işlevleri yerine getirmek üzere uygulamada -olağan hale gelecek şekilde- daha sık kullanılan ortaklığın örgütüne, paysahiplerinin haklarına ve yükümlülüklerine ve paysahipleri sözleşmesine uyulmasına ilişkin hükümler düzenlenmektedir.

Uygulamada, işletme konusunun değiştirilmek istenmesi ya da faaliyetlerin zamansal açıdan kademelendirilmesini amaçlanması durumunda esas sözleşme değişikliğine ilişkin prosedüre başvurulması zorunluluğunu bertaraf etmek amacıyla esas sözleşmede, şirketin işletme konusu mümkün olduğunca geniş tutulmakta ve paysahiplerinin iradelerini yansıtacak sınırlamalar paysahipleri sözleşmesinde belirlenmektedir. Bu yolla, girişim sermayesi yatırımlarında, tedricen yapılması planlanan yatırımların –özellikle fikri ve sınai haklar açısından yeterli koruma henüz sağlanamamışsa- gizliliği sağlanabilmektedir.

Bir paysahipleri sözleşmesinde, onun özel bir türü olarak değerlendirilebilecek oy sözleşmesi şeklinde, girişim şirketinin karar organlarında oy hakkının belirli bir şekilde kullanılmasını, kullanılmamasını ya da kullanımında çekimser kalınmasını içeren taahhütler yer alabilmektedir. Bu taahhütler vekâlet yoluyla oy kullanmadan farklı olduğu gibi oy hakkı yine pay sahibinde kaldığı için paydan ve pay sahibinden ayrı olarak devrini yasaklayan emredici hükümlere de aykırı değildir.

Pay devrine dair kısıtlamalar, özellikle paysahibi sayısının az olduğu, şirkete yabancıların, rakiplerin ya da istenmeyen kişilerin girmesinin engellenmek istendiği girişim sermayesi yatırımlarında, esas sözleşme yerine – daha da geniş kapsamlı olarak- paysahipleri sözleşmeleri ile yapılabilmektedir. Her ne kadar bu haklar, payın devrini kısıtlama açısından bağlam sistemine benzese de, payın bedelinin önceden tespit edilerek bedeli sözleşme ile belirleme özgürlüğünün kısıtlanabilmesi, yenilik doğurucu etkileri nedeniyle paysahibinin iradesinden bağımsız olarak devir borcu doğurabilmeleri ve devir borcu yerine getirilmediğinde paysahibinin tazminat yükümlülüğü ile karşılaşması ihtimali olması dolayısıyla bağlam hükümlerini aşar derecede, paysahibinin pay devri seçimlerini kısıtlayabilmektedir. Bu tür kısıtlamaların esas sözleşmede yer almasının bunların korporatif bir karakter kazanmasını sağlamayacağı, sadece borçlar hukukuna dayanan yükümlülükler yaratabileceği kabul edildiği için bu düzenlemelerin bir borçlar hukuku sözleşmesi olan paysahipleri sözleşmesi ile yapılması uyumsuzlukları en aza indirecek ve usul ekonomisi açısından da daha yerinde olacaktır.

Girişim sermayesi yatırımları için yapılan paysahipleri sözleşmelerinde payın üçüncü bir kişiye devrinden önce mevcut paysahiplerine teklif edilmesi (öncelik hakkı) şart koşulabilir. Özellikle girişim şirketine yabancıların girmesinin

istenmediği durumlarda – genellikle fikri ve sınai hakların korunmasına ilişkin tereddütlerin olduğu ilk yatırım aşamasında - bu hakkın paysahipleri sözleşmesinde sağlanması sonucu payı satın almak ya da sözleşmede ifade edilmişse, devrin kendileri tarafından gösterilen kimselere yapılmasını talep etmek hakkına sahip olacaktır.

Girişim sermayesi yatırımlarının çoğunda, girişim şirketi paylarının üçüncü kişilere satışı durumunda paysahipleri sözleşmesi taraflarına önalım hakkı tanınmaktadır. Eğer paysahibi payını üçüncü bir kişiye satmak istiyorsa, paysahipleri sözleşmesi ile kendisine önalım hakkı tanınan kişi tek taraflı beyanı ile bu payı satın alabilecektir.

Özellikle tarafların girişim şirketine yarı yarıya ortak olduğu girişim sermayesi yatırımlarında karar alma mekanizmalarının çalışabilmesi tarafların mutabakatına bağlıdır. Her zaman bu mutabakat sağlanamayacağı için, şirketin kilitlenmesi durumlarında devreye girmek üzere zorunlu alım ve satım hakları paysahipleri sözleşmesi ile öngörülebilmektedir. Satım hakkına sahip olan taraf, paylarının karşı tarafça devralınması hususunda karşı tarafı zorlayabilmekte, alım hakkını haiz taraf ise karşı tarafın paylarının karşı tarafın iradesine bakılmaksızın kendisine devrini talep edebilmektedir.

Paysahipleri sözleşmesi ile girişim sermayesi yatırımcısı, girişim şirketinin borcunu üstlenme ya da zararını kapatma yükümü altına girecekse, üstlenilecek borç ya da kapatılacak zarara ilişkin zamansal ve miktar olarak en azından belirlenebilirlik kıstasını sağlayabilecek bir düzenleme yapılmalıdır.

Eğer girişim sermayesi yatırımcısı tarafından, paysahipleri sözleşmesi ile girişim şirketinin kredi almasında kefil olma yükümü altına girilecekse, bu durum bir üçüncü kişi lehine sözleşme yapma vaadi olarak nitelenecektir. TBK m. 29/2 uyarınca bu önsözleşmenin geçerliliği ileride kurulacak sözleşmenin şekline bağlı olacaktır; ayrıca TBK m. 583/2’de bir üçüncü kişiye kefil olma vaadinde bulunulması durumunda da aynı şekil şartlarının aranacağı özel olarak ifade edildiği için sermayedarın bulunacağı kefil olma taahhüdü de TBK 582 hükmüne ve TBK m. 583’te yer alan şekil şartlarına uygun olmalıdır.

Anonim ortaklık paysahiplerinin kural olarak ortaklığa ya da birbirlerine karşı sadakat yükümü altında olmadıkları kabul edilmektedir. Taraflar arasında genel bir sadakat yükümü kararlaştırılması durumunda bu yükümün kapsamına şirketle rekabet etmeme yükümü de girmektedir. Böylece, girişim sermayesi yatırımlarında paysahipleri sözleşmesi ile kararlaştırılacak sadakat yükümü ile taraflardan birinin girişim şirketi ile rekabete girerek ona zarar vermesi önlenilmekte ya da girişim şirketinin faaliyetinin temelini teşkil eden teknik bilginin ya da *know-how*’ın şirket ile paylaşılmasını da öngören sadakat yükümü düzenlemesi ile girişim şirketinin amaçlarına ulaşabilmesi desteklenmektedir.

Paysahipleri sözleşmesinde, taraflardan birinin sözleşmesel yükümlülüğünü hiç ya da gereği gibi yerine getirmemesi durumunda ceza koşuluna tâbi olacağı

düzenlenmektedir. TBK m. 182 uyarınca taraflar, paysahipleri sözleşmesine koyacakları cezanın miktarını serbestçe tayin edebileceklerdir.

Payların, sözleşme tarafı ortaklardan oluşan bir adi ortaklığa ya da ticaret ortaklığına devredilmesi, özellikle paysahipleri sözleşmesine uygun oy kullanılmasını sağlamaya yönelik uygulamalardan biridir. Bu yöntem ile sözleşme taraflarının onayı olmadan payların üçüncü kişilere devri önlenmiş olmaktadır. Paysahipleri sözleşmesine uyulmasını sağlamak amacıyla uygulamada, taraflara temsilci atanmasına ilaveten, ilgili pay senetlerinin TBK m. 561 vd. maddeleri uyarınca saklama sözleşmesi çerçevesinde paysahipleri sözleşmesi taraflarının varsa oluşturduğu konsorsiyuma ya da göstereceği banka ya da noter gibi üçüncü bir kişiye tevdi etmesi yöntemine başvurulmalıdır.



GİRİŞ

İnsanoğlunun organizasyonel zekasının bir ürünü olan ortaklık kavramı, bir iş yaparak kazanç elde etmek amacıyla bir araya gelmeyi ifade etmektedir. Ortaklıklar, başlangıçta topluca yapılan avcılık ve toplayıcılık faaliyetleri sonucunda elde edilenlerin paylaşılması olarak kendini göstermiştir. Daha sonraları bir hayvan sürüsünü idare ederek ortak yarar elde etmek veya belirli araziler üzerinde ortaklaşa tarım yapmak şeklinde yüzyıllar içerisinde insanoğlunun ekonomik, toplumsal ve politik açıdan elde ettiği deneyimler temelinde değişip daha gelişmiş bir yapıya bürünmüştür. Böyle girift bir yapıya evrilen ortaklıklara uygulanan hukuk da bu süreçle birlikte gelişmiş ve ayrıntılı bir hâle gelmiştir.

Ortaklıklar hukukunun büyük değişimler geçirerek günümüze ulaşmasına olanak sağlayan asıl gelişmeler On Yedinci Yüzyılda buharlı makinelerin icâdı ile başlayan mekânîk devrim (Endüstri 1.0), On Dokuzuncu Yüzyılda elektrik üretimi ve seri üretime geçiş (Endüstri 2.0), Yirminci Yüzyılda elektronik ve bilişim sistemlerinin entegre olmasıyla otomasyonun gelişimi (Endüstri 3.0) ve içinde bulunduğumuz dönemde gelişen nesnelerin interneti, yapay zeka ve makinelerin özerkleşmesi (Endüstri 4.0)'dir. Tüm bu teknolojik devrimler, ortaklıklar hukukunu temelden etkilemiş olmakla birlikte, bu devrimlerin gerçekleşebilmesinde ortaklıkların ve bunların tâbi olduğu hukukun katkısı da büyüktür. Çünkü, ortaklıklar sayesinde organizasyon maliyetleri azaltılabilmiş, küçük birikim sahiplerinden dahi sermaye toplanabilmiş ve oluşturulan kurumsal yapılar geçmişten günümüze teknolojik ilerlemenin önemli gelişim yataklarından biri olmuştur.

İkinci Dünya Savaşı'ndan günümüze uzanan yakın süreçte başta Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Almanya ve Japonya olmak üzere ekonomik açıdan gelişmiş ülkelerde şirketleşmenin ve bu yolla teknolojik gelişmenin sadece devletler

tarafından değil toplumun tüm kesimleri tarafından -birikimleri ölçüsünde- desteklenebilmesini amaçlayan politikalar izlenmiştir. Bilhassa ticarileştirmeye uygun fikri ya da icâdı olan kişilerin kuracakları şirketlerin (girişim şirketleri) desteklenebilmesinin yollarının açılmasına gayret edilmiştir. Bu amaca hizmet edebilecek başat klasik finansman yöntemi olan teminata bağlanmış kredilerle sağlanan sermaye ile girişim şirketlerinin gereksinim duydukları sermaye miktarı arasında büyük bir boşluk olduğu ve bu boşluğun alternatif finansman yöntemleri ile doldurulması gereği hem kuramsal açıdan hem de uygulama bakımından ifade edilmiştir.

İfade edilen bu boşluğu kapatmak amacıyla, yatırım ekosistemi olarak ifade edilen piyasada bazı gerçek kişilerin, fonların ya da şirketlerin, girişim şirketlerine ortak olmak suretiyle bu şirketlere sermaye sağlamaları, girişim şirketleri için alternatif finansman yöntemlerinden biri olan girişim sermayesi finansman ve yatırım yöntemini (*venture capital / private equity, Risikokapital / Wagniskapital / Beteiligungskapital*) ortaya çıkarmıştır. Bu model sayesinde girişim şirketleri sermaye ve yönetim açısından desteklenebilmektedir. Yatırımın diğer tarafında yer alan girişim sermayesi yatırımcıları ise her ne kadar yatırım öncesi titiz bir araştırma ve fizibilite süreci geçirilmiş olsa da riskli bir yatırıma girişmiş olmaktadır. Ancak yatırım piyasasında uygulanan ve yatırım riskinin farklı yatırım araçlarına yatırım yapılarak azaltılmaya çalışıldığı “sepet” uygulamasında olduğu gibi girişim sermayesi yatırımcıları da farklı alanlarda ve aşamalarda farklı girişim şirketlerine girişim sermayesi yatırımı yaparak bu yatırımların bazılarının başarılı olması sayesinde, başarısız olan diğer yatırımların ortaya çıkardığı zararları karşılayabilmekte ve hatta büyük kazançlar elde edebilmektedir.

Girişim sermayesi finansman yöntemi ile kurulan ve büyüyüp bugün bir çok devletin ekonomik büyüklüğünü geride bırakan –özellikle Silikon Vadisi’nde kurulan ya da gelişen- şirketler dünya ekonomisine yön vermektedir. Girişim sermayesi yatırımları nicelik ve nitelik olarak gelişmekte; bu yatırımlar ekonomik açıdan gelişmişlik endekslerinde ölçüt olarak dikkate alınmaktadır.

Şirketlerin girişim sermayesi yatırımı yapması durumunda izlenen yöntem açısından ise ikili bir ayrıma gidilmesi gerekmektedir. Herhangi bir şirket,

kazançlarının bir bölümünü girişim şirketlerine ortak olmak suretiyle girişim sermayesi yatırımı yaparak tasarruf edebilmektedir. Bunun yanı sıra ana işletme konusu girişim sermayesi yatırımları yapmak olan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, amacı ve yapısı itibariyle özelleşmiş bir şirket türü şeklinde yasakoyucu tarafından düzenlenmiştir.

Dünyanın her yerinde farklı isimlerde ve farklı hukukî düzenlemelere tâbi olarak kurulan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları Türkiye’de 1980’li yıllardan sonra gelişen dünya piyasaları ile bütünleşme ve liberalleşme politikalarının etkisi ile yasal altyapıya kavuşmuş; ulusal ve uluslararası yatırımcılar arasında rağbet görmeye başlamıştır. Özellikle son yıllarda kişisel girişimciliğin artması, kurumsal yönetim ilkelerinin daha etkin uygulanmaya başlanması, üniversitelerde kurulan teknoparklar, fikrî ve sınai haklar alanında kuramsal ve yasal gelişmeler ve uluslararasılaşma niteliği artan ticari, akademik ilişkiler ile teknik çalışmalar, girişim sermayesi yatırımlarının ve bu yatırımların yapılmasında kullanılan yöntemlerden biri olan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının öneminin artacağını işaret etmektedir.

Tüm bu göstergelere rağmen bu çalışmanın yapıldığı sırada, Türkiye’de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarını ve bu vasıta ile yapılan girişim sermayesi yatırımlarını inceleyen güncel bir akademik eser tespit edilememiştir. Bu çalışma ile dünyada ve Türkiye’de geleceği parlak görülen girişim sermayesi yatırım yöntemine ilişkin bu eksiklik bir nebze de olsa tamamlanmaya çalışılmaktadır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları da dahil olmak üzere tüm girişim sermayesi yatırımcılarının girişim sermayesi yatırımlarını gerçekleştirirken yararlandığı araçlardan biri paysahipleri sözleşmesidir. Herhangi bir ticaret şirketinde de paysahipleri sözleşmesi akdedilmesi ihtiyarî bir karar olmasına karşın, paysahipleri sözleşmeleri, GSYO’lar açısından girişim sermayesi yatırımı yapmak için *sine qua non* bir vasıtaadır. Çünkü girişim sermayesi yatırımlarında GSYO, başarılı olup olmayacağı belirsiz ve bu nedenle riskli olarak addedilen bir yatırımı gerçekleştirmektedir. Yatırımın, girişim fikrinin daha şirketleşmeden dahi yapılıyor olması durumlarında risk daha da artmaktadır. Bu kadar yüksek bir risk taşıması nedeniyle diğer yöntemler ile yatırım alamayan bir girişime, GSYO’ların ortak olmak yoluyla katılması şeklinde gerçekleşen bir yatırımda, GSYO’ların da kendi

menfaatlerini güvence altına almaları hem kendi şirketsel yükümlülükleri hem de kendilerine yatırım yapmış ortaklarına karşı sorumluluklarıdır. Girişim şirketine ortak olarak girişim sermayesi yatırımı yapan bir GSYO'nun, yasaca düzenlenmiş paysahipliği hakları mevcuttur. Ayrıca yine içeriği yasa ile belirlenmiş esas sözleşmede, GSYO'nun paysahibi sıfatıyla hak ve yükümlülükleri yer alacaktır. Ancak yasakoyucuların ortaklık düzenini yaratırken ve esas sözleşmenin içeriğini belirlerken olağan şirketlerin yapısını ve olağan paysahiplerini dikkate aldığı unutulmamalıdır. Girişim şirketleri ise yüksek risk taşıyan yatırımlar için kurulmaları ve ortaklarının (GSYO ve girişimciler) nitelikleri ve amaçları itibarıyla farklılık göstermektedir. Yasa ve esas sözleşme hükümleri ile kurulan düzen bu farklı yapıya dar gelmekte; özellikle yüksek riskli bir yatırım yapmış olan GSYO'nun beklentilerini karşılamamaktadır. GSYO'nun şirket yönetiminde etkili olamayacak oranda bir paya sahip olduğu ya da şirket işlerine dair gerekli bilgi alma ve inceleme haklarını kullanamadığı durumlarda, GSYO'nun, yatırım yaptığı şirketin yapısını ve işleyişini girişim sermayesi yatırımlarına özgü koşullara uyarlayabilmesi için bir yan düzen kurması gerekmektedir. İşte bu yan düzen, paysahipleri sözleşmesi ile kurulabilmekte ve bu sayede GSYO'lar girişim sermayesi yatırımı yaparken bu yatırıma özgü yapıları oluşturabilmektedirler.

Ortaklıkların genellikle, esas sözleşmesel düzlemde düzenleyemedikleri konulara dair hükümler içeren paysahipleri sözleşmeleri, etkilerini ortaklıklar üzerinde gösterebildiği için ticaret hukukunun; dayanağını sözleşmeler hukuku ve sözleşme özgürlüğü ilkesinden aldığı için de borçlar hukukunun sınırları içinde addedilmektedir. Yasakoyucular, paysahipleri sözleşmelerine, kendileri tarafından, şirketler için öngörülen düzene yan bir düzen getirdiği için sıcak bakmamaktadır. Buna karşın, doğrudan ve tamamen yasaklanmayan bu sözleşmeler, ortaklıklar hukukunda genel olarak icra ettikleri göreve benzer şekilde, girişim sermayesi yatırımlarında girişimci ile girişim sermayesi yatırımcısı arasında girişim şirketi bağlamında doğan menfaat birliğini sağlamak ve çıkar çatışmalarını dengelemek amacıyla uygulamada sıklıkla akdedilmektedir.

Bu çalışmanın kaynak araştırması sürecinde, paysahipleri sözleşmesinin ortaklıklar hukukundaki yerine ilişkin yapılmış değerli akademik çalışmaların eTTK döneminde kaldığı ve özellikle girişim sermayesi yatırımları özelinde yapılan

paysahipleri sözleşmelerinin incelendiği yeterli sayıda çalışmanın olmadığı görülmüştür. Bu çalışma ile hem daha önce yapılmış yorum ve değerlendirmeler TTK hükümleri dikkate alınarak ifade edilmiş hem de girişim sermayesi yatırımlarında akdedilen paysahipleri sözleşmelerine özgü bir incelenme yapılmasına gayret edilmiştir.

Girişim sermayesi, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve bu ortaklıkların yaptıkları yatırımlarda kullanılan paysahipleri sözleşmelerinin Türkiye’de geçerli hukuk ve onun uygulaması bağlamında incelendiği bu çalışma, mukayeseli bir çalışma değildir. Ancak inceleme sırasında mukayeseli bir perspektif kullanılmaya çalışılmış, incelenen konulara ilişkin diğer ülkelerdeki (özellikle Almanya, İsviçre, İngiltere ve ABD) hukukî düzenlemeler ve uygulamalardan örnekler verilmek suretiyle, asıl inceleme konusunun daha iyi anlaşılmasına çalışılmıştır.

Çalışmada yeri geldikçe ve inceleme konusunun gerektirdiği ölçüde disiplinlerarası bir yaklaşımla ekonomi ve işletme gibi alanlara dair temel bilgilerden de yararlanılmış ve bu durum çalışmaya yansıtılmıştır.

Yukarıda ifade edilen amaçlarla ilk bölümde genel olarak girişim sermayesi finansman yönteminin özel olarak da GSYO’ların dünyada ve Türkiye’de ortaya çıkışının, gelişiminin ve tâbi olduğu hukukî düzenlemelerin incelenmesine çaba sarf edilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise paysahipleri sözleşmesinin özellikleri, bu sözleşmelerin geçerliliğine dair görüşler ve sona ermesi açıklanmaya çalışılmıştır. Bu bölümde ayrıca paysahipleri sözleşmesinin girişim sermayesi yatırımlarında yerine getirmesi amaçlanan işlevlerin izah edilmesine gayret gösterilmiştir.

Son bölümde ise girişim sermayesi yatırımlarında akdedilen paysahipleri sözleşmelerinin olağan hükümleri; ortaklığın örgütü, konusu ve faaliyet alanı, organizasyonu, pay sahibi hakları, pay devir kısıtlamaları, paysahiplerine yüklenebilecek mali borçlar, sadakât yükümü ve sözleşmeye uyulması için konulan hükümler gibi temel başlıklar altında incelenmiştir.

BÖLÜM I: GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMI VE TÜRKİYE’DE HUKUKÎ DÜZENLENİŞİ

A. Girişim Sermayesi

1. Kavramsal Yaklaşım

a. İşlev

Girişimlerini finanse etmek isteyen girişimcilerin başvurabileceği farklı finansman kaynakları vardır. Kendi kişisel birikimleri, aile, akraba veya arkadaşlar gibi yakın çevreden sağlanan borçlar ya da banka kredileri bu kaynaklara örnek olarak verilebilir. Bu kaynaklar yapısal olarak iç ve dış finansman kaynakları şeklinde ikiye ayrılmaktadır.

İç finansman kaynakları, şirketin kazançlarından şirket içi fon yaratılması suretiyle oluşmaktadır. Ancak bu tür bir fonun oluşturulabilmesi için şirketin kazanç sağlıyor olması ve paysahiplerinin bu kazançların tamamını ya da bir kısmını paylaşmak yerine sermaye artırım¹ gibi yollarla şirkete tahsis etmeleri gerekmektedir². Başlangıç aşamasında bulunan ve sermayesi, işletme maliyetlerini ancak karşılayacak bir şirketin iç finansman sağlaması olası değildir³.

¹ İç kaynaklardan sermaye artırım yönteminde ortaklık, gelecek yıla aktarılmış kârın ya da henüz dağıtılmamış son yıl dağıtılabilir kârının sermayeye eklenmesi suretiyle iç finansman yaratmaktadır. Ancak bu finansman yönteminde şirket malvarlığı gerçekte büyümekte, bilanço kalemleri arasında yapılan muhasebe işlemi ile esas sermaye artırılmaktadır. Tülay Gökdemir Tamer, **İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2015, s. 39.

² Nevin Yurtman Demir, **Anonim Ortaklıklar ve Vergi Hukuku Yönünden İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, 1993, s. 6 vd.; Serpil Yaşar, **Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006, s. 29 vd.; Gökdemir Tamer, s. 39 vd.

³ Bert Scholtens, “Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBES” **Small Business Economics**, C. 12, S. 2, 1999, s. 138 vd.

Dış finansman kaynakları içinde banka finansmanı ya da devlet destekleri gibi klasik finansman yöntemleri yer aldığı gibi melek yatırımcılar⁴, kitlesel fonlama⁵ ya da girişim sermayesi yatırım ortaklığı yatırımları gibi girişim sermayesi finansman yöntemleri de bulunmaktadır⁶.

Alternatif finansman yöntemi olarak nitelenen girişim sermayesi finansman yöntemleri aynı zamanda bir yatırım şeklidir. Girişimci taraf bu metotları bir finansman yöntemi olarak kullanırken, girişim sermayesi sermayedarları (kendi ortakları itibarıyla) bu yöntemler ile yatırım yapmakta ve kazanç sağlamayı hedeflemektedirler. Girişim sermayesinin sürdürülebilirliği açısından, bu iki yönlülük (finansman ve yatırım) -özellikle menfaatler dengesi bağlamında- bu çalışmada göz önünde bulundurulmuştur.

b. Öğretide ve Pozitif Düzenlemelerde Ele Alınışı

Girişim sermayesi, bu yatırım alanının düşünsel öncülerinden olan Harvard Üniversitesi İşletme Fakültesi profesörü General Georges Doriot tarafından “*daha önce kimsenin yatırım yapmaya cüret edemediği alanlara yatırım yapılması*” olarak ifade edilmiştir⁷. Bu alanda düzenleme ve denetleme yetkisine sahip olan SPK tarafından hazırlanan rehberde ise bu kavram, “*dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü*

⁴ Melek yatırımcılığın Türkiye’deki hukukî altyapısı 4059 sayılı Hazine Müsteşarlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun’a 13.06.2012 tarihinde “bireysel katılım sermayesi” başlıklı Ek Madde 5’in eklenmesiyle sağlanmıştır. Bu maddede verilen yetki çerçevesinde “Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik” 15.02.2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanmıştır. Bu yönetmelikte melek yatırımcı kavramı “bireysel katılım yatırımcısı” olarak ifade edilmiş ve melek yatırımcılar “kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler” olarak tanımlanmıştır.

⁵ Bu alternatif finansman yönteminin hukukî temeli 05.12.2017 tarihli ve 30261 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren 7061 sayılı Kanun’un 107-111. maddeleri ile SerPK’de yapılan değişiklikler ve eklemeler yoluyla oluşturulmuştur. SerPK m. 3/1-z’ye göre kitle fonlaması, bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde SerPK’nin yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tâbi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanmasıdır. SerPK’deki kitlesel fonlama düzenlemesine ilişkin değerlendirme için bkz. Salih Tayfun İnce, **Remarks on the New Regulation for Crowdfunding in Turkey**, UHAM - FSM Bilgi Notu, 2017. <http://uham.fsm.edu.tr/haber/CROWDFUNDING201for 7-12-27-13-10-03pm> (ET: 05.05.2018)

⁶ Scholtens, s. 141.

⁷ Alexander Haislip, **Essentials of Venture Capital**, ABD: Wiley, 2011, s. 1.

yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansman biçimi” olarak tanımlanmıştır⁸.

Bu finansman türünde yeni bir ürün veya hizmet fikri ve bunu geliştirip ticarileştirmek isteyen tecrübesiz bir girişimci bulunmaktadır. Söz konusu ürün ya da hizmetin başarılı olup olmayacağının önceden kestirilmesi güç olduğu için yüksek bir risk⁹ söz konusu olabilmektedir¹⁰. Bu nedenle Türkiye’de bu finansman yöntemi başlangıçta, “risk sermayesi” olarak ifade edilmekteydi¹¹. Söz konusu finansman yönteminin “girişim sermayesi” olarak adlandırılması görece yenidir. Aşağıda¹² ayrıntılı olarak ele alınan 2013 tarihli SPK Tebliği ile birlikte “risk sermayesi”ni de kapsayacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların¹³ yanı sıra, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle üç-on yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını¹⁴ da içeren “girişim sermayesi” terimi kullanılmaya başlanmıştır. Yukarıda ifade edilen riskler ve yatırım sürecinin kendine has özellikleri nedeniyle banka kredisi gibi klasik yöntemler ile finansman sağlayamayan girişimcilerin¹⁵, girişim fikirlerini hayata geçirebilmesine ya da geliştirebilmesine

⁸ Girişim sermayesine ilişkin başka tanımlar için bkz. İlhan Uludağ, **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 1996, s.7; Halil Beşkardeşler, **Türkiye ve Dünyada Risk Sermayesi**, Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2010, s. 4.

⁹ Girişim sermayesi yatırımlarında ortaya çıkan teknolojik risk ile finansman, demode olma, üretim, pazarlama ve yönetim risklerine dair değerlendirme için bkz. Uludağ, s. 177-178; Müge İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001, s. 15; Turhan Korkmaz ve Ali Ceylan, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Kitabevi, 2006, s.149.

¹⁰ Matthew Hudson, **Funds-Private Equity, Hedge and All Core Structures**, Birleşik Krallık: Wiley, 2014, s. 82.

¹¹ Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, RG 06.07.1993 t., ve 21169 S.

¹² Bkz. bölüm I, B-3.

¹³ Bu finansman yöntemi, İngilizce’de *Venture Capital* olarak ifade edilmektedir.

¹⁴ Bu finansman modeli İngilizce’de *Private Equity* olarak ifade edilmektedir. Özel sermaye yatırımları olarak ifade edilebilecek bu finansman yönteminin gelişim/büyüme sermayesi (*development/growth capital*), dönüşüm sermayesi (*turnaround capital*), kaldıraçlı devralma işlemleri (*leveraged buyout*), şirket kurtarma sermayesi (*distressed investment*) türlerine ilişkin inceleme için bkz. Uludağ, s. 27 vd.; Mehmet Fatih Arıcı ve Cem Veziroğlu, **Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018, s. 12; Gül Okutan Nilsson, **Sermaye Piyasası Hukukunda Birleşme Amaçlı Ortaklık**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016, s. 7 vd.

¹⁵ Arnd Plagge, **Public Policy for Venture Capital - A Comparison of the United States and Germany**, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, s. 25; Joseph A. McCahery ve Erik P.M. Vermeulen, **Venture Capital 2.0: From Venturing to Partnering**, Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series, No. 11, 2016, s. 2. Bu durum literatürde, (bu konuda görüşlerini beyan

imkân sağlayan bu alternatif finansman yöntemine, yabancı literatürden yapılan doğrudan çeviriler yerine dilimize uygun kavramlardan yararlanılarak daha olumlu çağrışımlar yaratacak şekilde “girişim sermayesi yatırımı” adının verilmesi isabetli olmuştur.

İnceleme konusu finansman yönteminin en çok kullanıldığı yatırım alanları teknoloji, biyoteknoloji ve tıptır. Zira bu alanlarda yapılacak yatırımların başlangıç maliyetlerinin yüksekliği ve fikri ve sınai haklar bağlamında ancak alanında büyük bir yenilik getirebilirse koruma altına alınıp ticari olarak değer ifade edecek olması klasik sermayedarların bu alanlarda yatırım yapmaktan kaçınmasına neden olmaktadır¹⁶.

c. Unsurları ve Kişisel Tanımımız

Girişim sermayesinin özel çalışma mekanizmasında üç temel unsur vardır: Bunlar, sistemde gerekli sermaye ve finansman kaynağına sahip olan “girişim sermayesi yatırımcısı”, fikrini kârlı bir yatırım haline dönüştürmeyi amaçlayan ancak sermaye gereksinimi olan “girişimci” ve bu ikisi arasındaki ilişkinin kurulmasını sağlayan “girişim sermayesi yatırım ortaklığı”dır¹⁷. Bu unsurlara, girişim sermayesi yatırımının kurumsallaşması anlamına gelen; yatırımcı ile girişimcinin çoğunlukla GSYO aracılığıyla ortak olduğu ve aşağıda ayrıntılı olarak tanımlanacak ‘girişim şirketi’ de dahildir.

etmiş) eski İngiltere başbakanından adını alan MacMillan Boşluğu olarak adlandırılmaktadır. Murat Çizakça, **Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları**, İstanbul: İلمي Neşriyat, 1993, s. 17.

¹⁶ Karoline Jung-Senssfelder, **Equity Financing and Covenants in Venture Capital-An Augmented Contracting Approach to Optimal German Contract Design**, Almanya: Deutscher Universitaets-Verlag, 2006, s. 1; Beşkardeşler, s. 9; Hudson, s. 82.

¹⁷ Uludağ, s. 12; Erik P. M. Vermeulen, “Towards a New 'Company' Structure for High-Tech Start-Ups in Europe”, **SSRN**, 2000, s. 38, (<https://ssrn.com/abstract=255619>) (ET: 05.05.2018); Mehmet Yiğit ve Ümit Güner, “Dış Ticaret ve Risk Sermayesi”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 20, 2008, s. 263; Bora Bodur, **Alternatif Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi: Seçilen Türk Şirketlerinde Uygulanmasına İlişkin Bir Analiz Çalışması**, Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İzmir, 2009, s. 10; Beşkardeşler, s. 5; Emel İftar, “Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 12 , 2013, s. 190; Ali Çolak, **Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Rüzgar Enerjisi Sektöründeki Uygulaması – Türkiye’den Örnek Bir Çalışma**, Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2015, s. 25 vd.; Gülşah Yılmaz, **Paysahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2018, s. 43.

İŞERİ, girişim sermayesini “*girişimcilerin özgün fikirlerine, küçük işletmelere kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileştirme aşamalarında özsermaye iştiraki, kredi artırımı veya sadece yönetimde destek şeklinde geliştirilen bir finansman yöntemi*¹⁸” olarak tanımlarken aynı zamanda girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan yöntemleri de ifade etmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarında diğer uygulamalar ile birlikte özellikle; yeni ve hızlı büyüme potansiyeli olan şirketlerden pay senedi alınarak, yeni ürün ve hizmet geliştirmelerine yardımcı olunarak ve aktif şekilde şirket yönetimine katılım yoluyla yatırım yapılmaktadır¹⁹. Benzer şekilde KUĞU, girişim sermayesini tanımlarken “*hisse senedi karşılığı sermaye aktarımı sağlayan çağdaş bir finansal yöntem*” ifadesi ile girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan araçların ayırt edici yönüne vurgu yapmaktadır²⁰.

Girişim sermayesi yatırımlarında, girişim sermayesi yatırımcısının asıl hedefinin girişim şirketinde uzun süre kalmak değil de şirketin değerini artırdıktan sonra paylarını satmak olduğu²¹ dikkate alındığında bu finansman yönetiminin özünü oluşturan temel özellikler,

- Yapılan yatırım ile ortaya çıkarılacak teknolojik yeniliğin yüksek getiri sağlayacağı beklentisi,
- Girişim sermayesi yatırımcısının girişimciye borç vermek yerine girişim şirketine ortak olması,

¹⁸ İŞeri, s. 11.

¹⁹ İŞeri, s. 11.

²⁰ Ark, 2002 aktaran Tayfun Deniz Kuğu, “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, C. 11 S. 2, 2004, s.141. Pay senedi olarak şirkete ortak olma dışında girişim sermayesi yatırımlarında kullanılabilecek bir diğer yöntem de girişim şirketine ait “pay senetleri ile değiştirilebilir tahviller”in satın alınması yoludur. Bu tür tahviller hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Gökhan Aydoğan, **Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2003, s. 5 vd.; Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukukunda Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller**, Belgin Erdoğan’a Armağan, İstanbul: Der Yayınları, 2011, s. 835 vd.; Koray Demir, “Şarta Bağlı Sermaye Artırımında Tahvil Benzeri Borçlanma Araçları Kavramı”, **BATİDER**, C. XXXI, S. 3, 2015, s. 59 vd.; Ercüment Erdem, “İsviçre Şirketler Hukukuna İlişkin Kanun Taslağı ve Taslağın Türk Hukukuna Etkisi”, **Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 139 vd. Pay senetleri ile değiştirilebilir tahvillerin girişim sermayesi yatırımlarında kullanımına ilişkin ampirik bir araştırmanın sonuçları için bkz. Klaus M. Schmidt, “Convertible Securities and Venture Capital Finance”, **The Journal of Finance**, C. 58, S. 3, 2003, s. 1158 vd.

²¹ John Gilligan ve Mike Wright, **Private Equity Demistified**, 2014, s. 14, (https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/corporate-finance/financing-change/tecplm12976_privateequityiii_full-edition.ashx?la=en) (ET: 05.04.2018)

- Girişim sermayesi yatırımcısının pay edinerek ortak olduğu girişim şirketinin uzun vadeli ve yüksek getiri sağlama olasılığı olan projede, yönetime etkide bulunmak suretiyle riskleri kontrol altına alabilmesi,
- Girişimlere ne kadar erken yatırım yapılırsa o derece yüksek gelir elde etme olasılığının artması,
- Girişim sermayesi yatırımlarının üç-on yıl gibi süreleri kapsayan uzun vadeli yatırımlar olması,

olarak sayılabilir²².

Yukarıda öğreti, pozitif hükümler ve uygulamaya dair ifade edilen bilgiler ışığında girişim sermayesi yatırımı, girişimcinin fikrini, yatırımcının ise sermayesini ortaya koyarak özellikle içerdiği yüksek risk nedeniyle klasik finansman yöntemleri ile finanse edilemeyen yatırımların ortaklık bağlamında gerçekleştirilmesi olarak tanımlanabilir.

2. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Aşamalar ve Özellikleri

Bu noktada, girişim sermayesi yatırımlarında farklı aşamalarda yapılan yatırımların farklı ad ve özellikleri olduğunu belirtmek gerekir²³. Aşağıda, bu farklı ad ve özelliklere işbu çalışmada gereksinim duyulabileceği ölçüde, temel olarak değinilmiştir:

²² Bodur, s. 12.

²³ Uludağ, s. 21; İşeri, s. 43; Sema Gençay Çapanoğlu, **Avrupa Birliği'nde Risk Sermayesi Uygulamaları ve Türkiye**, İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı, 2005, s. 9-10; Jung-Senssfelder, s. 8 vd.; Plagge, s. 4; Matthias Eckermann, **Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry**, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2006, s. 23 vd.; Yiğit ve Güner, s. 264; Stefano Caselli, **Private Equity and Venture Capital in Europe**, Büyük Britanya: Elsevier, 2010, s. 18 vd.; Beşkardeşler, s. 13; Darryl J., Cooke, **Private Equity: Law and Practice**, Birleşik Krallık: Sweet & Maxwell, 2011, s. 4 vd.; Fulya Evren Yatmaz, **Girişim Sermayesi**, Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı Yayınları, 2012, s. 16; Erkan Poyraz ve Yusuf Tepeli, "Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi: Türkiye Uygulamaları", **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C. 31, S. 1, 2016, s. 39; Yılmaz, s. 44.

a. Çekirdek Finansmanı (*Seed Investment*):

Çekirdek finansmanı yeni bir ürünün, hizmetin ya da üretim biçiminin yaratılmasında sermayenin sağlanmasıdır. Bu aşamada henüz bir şirket kurulmamıştır. Bu nedenle girişim sermayesi yatırımcısı girişimin yapılabilirliği açısından -pazar araştırmasını da içeren- bir etüt üzerinden değerlendirme yapacaktır. Girişimcinin faaliyetleri araştırma-geliştirme aşamasında olduğu için riskin en yüksek olduğu yatırım aşamasıdır²⁴.

Belirsizliklerin doğurduğu yüksek riski dikkate alan girişim sermayesi yatırımcıları bu aşamada çekingen davranmakta ve yatırım tutarını düşük tutmaktadır²⁵. Buna rağmen girişimin başarılı olması durumunda koyulan sermaye ve getirisi açısından oransal olarak görece büyük getiri bu aşamada finansman sağlanan girişimlerden sağlanabilmektedir²⁶.

b. Başlangıç Finansmanı (*Start-up Investment*):

Başlangıç finansmanı, temel girişim sermayesi yatırım biçimi şeklinde kabul edilmektedir²⁷ ve girişim sermayesi yatırımcısının yatırım yapmak için en yüksek isteğe sahip olduğu evre olarak nitelenmektedir²⁸. Bu aşamayı çekirdek finansmanından ayıran en önemli özellik girişim şirketinin kurulma aşamasında ya da henüz kurulmuş olmasıdır. Kurumsal bir yapı kazanılmamış olduğu için ticari bir ürün seri olarak üretilip piyasaya sokulmamıştır. Belirsizlikler ile birlikte risk de hâlâ yüksektir. Girişim sermayesi yatırımcısı, piyasaya yeni giren şirkete sermaye sağlamanın yanında çoğunlukla yönetim kapsamında bilgi ve tecrübe aktarımı yaparak destek olmaktadır²⁹.

²⁴ Uludağ, s. 23.

²⁵ Cooke, s. 4.

²⁶ Uludağ, s. 23-24.

²⁷ Kuğu, s. 145; Onur Atilla, **Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2006, s. 68.

²⁸ Kuğu, s. 148.

²⁹ Uludağ, s. 25.

c. Büyüme/Genişleme Finansmanı (*Growth Finance*)

Geliştirilen ürünü pazarlayan girişim şirketinin ürününü değişik açılardan iyileştirebilmesi, piyasadaki rekabet gücünü artırabilmesi ve etkin bir dağıtım kanalına kavuşabilmesi için gerekli ilave sermayenin ve yönetim desteğinin sağlanmasıdır³⁰. Bu evrede gereksinim duyulan sermaye önceki aşamalardan daha fazla olmakla birlikte birçok belirsizlik ortadan kalktığı için risk daha düşüktür³¹. Girişim şirketi, sahip olacağı sermaye ile ya yeni pazarlara açılarak (organik büyüme) ya da çalışan durumdaki başka şirketleri bünyesine katarak (ele geçirme) büyüme/genişleme faaliyetinde bulunacaktır³².

d. Köprü/Destek Finansmanı (*Bridge Finance*):

Girişimin sunduğu ürün ya da hizmet açısından üretim ve pazarlamada belirli bir olgunluğa ulaştığı evredir³³. Kısa süre içinde halka açılarak yatırım alacak olan girişim şirketinin piyasa değerini artırmak ve bilançosunu dengelemek üzere yüksek faizle kredi almak yerine bu ara dönemde gereksinim duyduğu sermayenin sağlanmasıdır³⁴. Böylece girişim şirketleri, paylarının bir kısmını girişim sermayesi yatırımcılarına devretmek suretiyle³⁵ şirketin kârlı bir şekilde işletilebilmesi ve halka açılabilmesi için gerekli olan sermayeye ulaşmış olurlar³⁶. Bu aşamada yapılan yatırımla genellikle daha önce yatırım almış bir girişime tekrar sermaye sağlanmış olmaktadır³⁷.

³⁰ Evren Yatmaz, s. 20.

³¹ Uludağ, s. 25.

³² Kuğu, s. 148; Atilla, s. 70.

³³ Kuğu, s. 148.

³⁴ Atilla, s. 70-71; Evren Yatmaz, s. 20.

³⁵ Sermayenin elde edilebilmesi için girişim sermayesi yatırımcısına pay devri yapılabildiği gibi uygulamada daha çok paya çevrilebilir tahvil ya da varant sağlanmaktadır. Bkz. Nhat-Minh Dao, **Venture Capital to Finance Start Ups**, Lahti Uygulamalı Bilimler Üniversitesi Uluslararası Ticaret Lisans Tezi, 2016, s. 19-20.

³⁶ Investopedia, Online Yatırım Ansiklopedisi, “Bridge Financing” Maddesi. <https://www.investopedia.com/terms/b/bridgefinancing.asp> (ET: 06.07.2018)

³⁷ Tülay Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Ankara: SPK Yayınları, 1995, s. 77.

e. Yatırımdan Çıkış (*Exit*):

Bu aşamada değeri, girişim sermayesi yatırımcısının hedeflediği değere ulaşan³⁸ girişim şirketinin payları elden çıkarılarak elde edilen gelir ile girişim sermayesi yatırımcısı yeni teknoloji ve buluşların finansmanı için başka girişimlere yönelir. Yatırımdan çıkış için halka açılma yöntemi (*Initial Public Offering – IPO*)³⁹ kullanılabileceği gibi birleşme⁴⁰ (*merger and acquisitions – M&A*) ve satın almalar (*trade sale*) yoluyla da çıkış aşaması tamamlanabilecektir⁴¹.

Uygulamada, yukarıda ifade edilen finansman aşamalarının herhangi birinde girişimcilerin GSYO'ya ön başvuru yapması, GSYO'ların gelecek vadeden girişimlerin girişimcileri ile temas kurması ya da aracılar vasıtasıyla tarafların bir araya gelmesi ile girişim sermayesi yatırımı süreci başlamaktadır. Girişim sermayesi yatırımlarında girişimcilerin ve yatırımcıların, başarılı bir sonuç için ilk müzakere ve sözleşme yapma sürecine büyük önem verdikleri açıktır⁴².

³⁸ Girişim sermayesi yatırımcısının, yaptığı değerlendirmelerde girişim şirketinin daha fazla değeri kazanmayacağı kanaatine varmış olması da mümkündür.

³⁹ Yatırımdan çıkış için halka açılma yönteminin kullanılmasının olumlu ve olumsuz yönleri ile dikkat edilmesi gereken hususlar hakkında değerlendirme için bkz. Cengiz Erol, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ankara: İmge Kitabevi, 1999, s. 331; İşeri, s. 47,

⁴⁰ TTK'ye göre birleşmeler; devralma yoluyla, yeni kuruluş yoluyla, ana şirket - yavru şirket birleşmesi yoluyla, kardeş sermaye şirketlerinin birleşmesi yoluyla ve ortağı çıkararak birleşme şeklinde gerçekleşebilmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarında birleşme yoluyla yatırımdan çıkış, genellikle ortağı çıkararak birleşme yoluyla (çıkarmalı birleşme, ihraçlı birleşme, *squeeze-out-Fusion / squeeze-out Merger*) gerçekleştirilmektedir. TTK m. 141/2 uyarınca birleşme sözleşmesinde, birleşmeye katılan şirketlerin devrolunan girişim şirketinin ortaklarına yalnız ayrılma akçesi vererek onları ortaklıktan çıkarmayı öngörmesi mümkündür. Bu sayede girişim sermayesi yatırımcısı ayrılma akçesi karşılığında yatırımdan çıkmış olacaktır. Fena İpek Kayalı, **Türk Ticaret Kanunu'na Göre Birleşmeler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, s. 100-101; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi I**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014, No. 7-37, s. 139-140; Ünal Tekinalp, (Reha Poroy ve Ersin Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014, s. 104; Ünal Tekinalp, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, N. 24-08, s. 682.

⁴¹ Selim Soydemir, "Risk Sermayesi", **Ekonomik Yaklaşım**, C. 4, S. 11, 1994, s. 87; Uludağ, s. 16, 30; Oliver Pfirrman, Udo Wupperfeld ve Joshua Lerner, **Venture Capital and New Technology Based Firms-An US-German Comparison**, Heidelberg: Physica-Verlag, 1997, s. 40; OECD, **Türkiye'deki Dinamik Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Geliştirilmesine ve Finansmanına Yönelik Çerçeve**, 2005, s. 67; Eckermann, s. 63 vd.; Andrea Schertler, **The Venture Capital Industry in Europe**, Birleşik Krallık: Palgrave Macmillan, 2006, s. 76 vd.; Behrend Freese, **Corporate Venture Capital Einheiten als Wissensbroker**, Almanya: Deutscher Universitaets Verlag, 2006, s. 16-17; Beşkardeşler, s. 22; Cooke, s. 22 vd.; Armin Schwiendach, **Venture Capital Exits**, ed. Cumming Douglas and Johan Sofia, **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**, ABD: Elsevier, 2014, s. 389 vd.

⁴² Jung-Senssfelder, s. 213 vd.

Bu aşamada girişimci, girişim fikrinin genel bir tanıtımını yaptıktan sonra GSYO bu fikrin, girişim sermayesi kapsamına girip girmediğini değerlendirir. Eğer girişim fikrinin, girişim sermayesi yatırımı kapsamına giren işlerden olduğu tespit edilirse GSYO tarafından hâlihazırda girişim şirketi kurulmuş ise şirkete dair ayrıntılı hukukî inceleme (*Due Dilligence*) yapılır⁴³. Şirket henüz kurulmamışsa girişim fikrine dair fizibilite raporu çıkarılır. Aynı zamanda girişimci tarafından sunulan iş plânı incelenir⁴⁴. Elde edilen veriler teknik, mali ve hukukî açılardan değerlendirilerek girişim projesinin yatırım değeri belirlenir. Sonraki aşamada ise yatırımın gerçekleştirilmesine dair temel ilkelerin, tarafların hak ve yükümlülüklerinin, yatırım süresinin ve çıkış yönteminin belirlendiği yatırım sözleşmesi yapılır⁴⁵.

Yukarıda özetlenen sözleşme öncesi müzakereleri⁴⁶ de içeren süreçte düzenlenen hukukî belgeler arasında, bu çalışmanın inceleme konusunu teşkil eden paysahipleri sözleşmesinin yerini anlamak üzere bu belgelerin zamansal sıralı bir listesini oluşturmak yararlı olacaktır⁴⁷:

⁴³ *Due Dilligence* terimi ilk olarak 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası (*Securities Act*) ile şirket yöneticilerinin, halka açılmadan önce şirkete dair yapması gereken bildirim yükümlülüğünü ifade etmek üzere mevzuata girmiştir. Güncel kullanımda ise devir konusu şirkete ilişkin bilgi edinilmesi ve bu bilgilerden hareketle hedef şirket ve devre konu malvarlığı ya da paylar ile ilgili riskleri tespit etmek üzere yapılan incelemeyi ifade etmektedir. İsmail Esin ve S. Tunç Lokmanhekim, **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, İstanbul: Beta, 2003, s. 15 vd.; David A. Katz, “Due Diligence in Acquisition Transactions”, **PLI Course Handbook**, 2003, s. 581. Girişim sermayesi yatırımlarında yapılacak *due dilligence*’a ilişkin ayrıntılı bir inceleme ve örnek bir girişim sermayesi *due dilligence* raporu için bkz. Haislip, s. 110; Christian Wenger ve Pascal Honold, **Legal Due Dilligence in Venture Capital-Transaktionnen (Private Equity V – Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity**, ed. Dieter Gericke, İsviçre: Schulthess, 2016, s. 150 vd. Şirket devralmalarında Alman hukukunda yürütülen *due dilligence* prosedürü için bkz. Martin Schulz ve Oliver Wasmeier, **The Law of Business Organizations-A Concise Overview of German Corporate Law**, Almanya: Springer Verlag, 2012, s. 119-120.

⁴⁴ İş plânının içeriğine dair ayrıntılı bilgi için bkz. Uludağ, s. 62 vd. Girişim sermayesi yatırımlarında kullanılan örnek bir iş plânı için bkz. Joseph W. Bartlett, **Fundamentals of Venture Capital**, ABD: Madison Books, 1999, s. 77-78.

⁴⁵ İşeri, s. 79. Girişim sermayesi yatırımcısı ve girişimci açısından yatırım sözleşmesinde düzenlenmesi gereken konulara ilişkin genel bir değerlendirme için bkz. Soydemir, s. 86.

⁴⁶ Sözleşme öncesi müzakere sürecinde düzenlenen belgelere ilişkin değerlendirme için bkz. Pelin Işıntan, *Sözleşme Müzakereleri*, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, 2009, s. 12 vd.

⁴⁷ Uludağ, s. 67; Jung-Senssfelder, s. 20. Listelenen belgelerin birçoğuna ilişkin güncel model sözleşmeler için bkz. National Venture Capital Association Resmi Web Sitesi, (<https://nvca.org/resources/model-legal-documents/>)

- Girişim sermayesi yatırımına ilişkin mali koşulları içeren “protokol (*term sheet*)”⁴⁸,
- Girişim sermayesi şirketinin satın alacağı payların satın alınma koşulları, ortaklık pay oranı ve diğer bazı bilgileri içeren “yatırım sözleşmesi”,
- Oy hakları; önalım, alım, satım, satışa katılma gibi hakları; girişim şirketinin yönetimine dair düzenlemeleri içeren “paysahipleri sözleşmesi”,
- Girişim şirketi paylarından çalışanlara ya da yöneticilere pay verilmesine dair “opsiyon hakkı anlaşması”,
- Girişim fikri ile ilgili ve hâlihazırda kurulu ise girişim şirketinin sırlarına ilişkin “gizlilik sözleşmesi”,
- Girişim şirketi yöneticilerinin yapacakları işler ve şirketten ayrılmalari durumunda tâbi olacakları hak ve yükümlülöklere dair “hizmet sözleşmeleri” ve “centilmenlik sözleşmeleri”⁴⁹.

Yukarıda sıralanan hukukî belgeler arasında sayılan ve bu çalışmanın temel inceleme konusu olan paysahipleri sözleşmeleri, taraflarca protokol üzerinde anlaşma sağlanıp yatırıma dair mutabık kalındıktan sonra yatırım sözleşmelerinin imzalanması ardından ya da uygulamada sıklıkla yatırım sözleşmesi ile birlikte⁵⁰ veya aynı sözleşmede paysahipleri sözleşmesi içeriğinde yer alan hükümlere yer verilmesi suretiyle yapılmaktadır. Tebliğ’de “pay sahipliği sözleşmesi” olarak adlandırılmış olan bu yatırım sözleşmeleri, uygulamada da yukarıda izah edilen şekilde imzalanarak “yatırım ve paysahipleri sözleşmeleri” olarak adlandırılmaktadır. Bu çalışmada da aşağıda⁵¹ ifade edilen nedenlerden dolayı “paysahipleri sözleşmesi” terimin kullanımı tercih edilmiştir.

⁴⁸ Protokol hakkında ayrıntılı bilgi ve örnek protokol incelemesi için bkz. Andrew Metrick ve Ayako Yasuda, **Venture Capital & The Finance of Innovation**, ABD: Wiley, 2011, s. 146 vd.; Brad Feld ve Jason Mendelson, **Venture Deals**, New Jersey: Wiley, 2016, s. 37 vd.; Feld ve Mendelson, s. 213 vd.

⁴⁹ Işntan, s. 95 vd.

⁵⁰ Christian Brehm, **Das Venture-Capital-Vertragswerk**, Wiesbaden: Gabler Verlag, 2012, s. 27-28.

⁵¹ Bkz. bölüm II, B-1-a.

B. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Ortaya Çıkışı Ve Hukukî Düzenlenişi

Girişim sermayesi finansman ve yatırım yöntemi özellikle İkinci Dünya Savaşı ardından, teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejisini benimseyen Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Almanya, Fransa, Japonya ve Hollanda gibi ülkelerde gelişmiştir⁵². Her ne kadar bu finansman yönteminin modern versiyonu İkinci Dünya Savaşı sonrasında ortaya çıkmışsa da, girişim sermayesi finansman yöntemi; eski Asur'da *Naruqqum*, Bizans'ta *Chrekoinonio*, Roma'da *Sea Loan*, Musevi dünyasında *Isqa*, Ortaçağ Avrupa'sında *Commenda* ve *Societas Maris*, Cenova'da *Karati*, İslam tarihinde ise *Mudarebe* ve *Muşaraka* adı altında ve çeşitli farklılaşmalara rağmen aynı mantıkla var olmuştur⁵³. Değişmeyen nitelik ise mal üretimi ve hizmet sunumu faaliyetlerinin kişisel etkinlikler olarak değil de ortaklık faaliyetleri olarak yapılmasıdır ki bu durumun yani şirket örgütlenmelerinin temelinde ekonomik olarak organizasyon maliyetinin azaltılması ve farklı ellerde bulunan emek ile sermayenin verimli bir şekilde birleştirilmesi yatmaktadır⁵⁴. Girişim sermayesinin temelinde de farklı kişilerde bulunan yaratıcı emek ile birikmiş sermayenin bir araya getirilerek ticaret yapılması ve bu esnada yan bir kazanç olarak da teknolojik ilerlemeye katkı sunulması yatmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımlarında kullanılacak sermaye ile girişimciler arasındaki köprüyü kuran GSYO'ların hukuksal statüsünü incelemeyen önce bu kuruluşların hangi koşullarda ve ne gibi amaçlarla ortaya çıktığının bilinmesinde yarar vardır. Bu bölümde öncelikle GSYO'ların diğer ülkelerde geçirdikleri gelişim

⁵² Sermaye Piyasası Kurulu, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2016, s. 2.

⁵³ Çizakça, **Risk Sermayesi**, s. 18 vd.; Fethi Gedikli, **Osmanlı Şirket Kültürü – XVI-XVII. Yüzyıllarda Mudârebe Uygulaması**, İstanbul: İz Yayıncılık, 1998, s. 52 vd.; Kürşat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2000, s.1; Lütfi Sunar, Mustafa Halil Çonkar ve Necmettin Kızılkaya, **Türkiye'de İş Ortaklıkları Durum/Çözüm/Öneriler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2011, s. 39 vd.; Daron Acemoğlu ve James A. Robinson, **Ulusların Düşüşü**, (çev.) Faruk Rasim Velioglu, İstanbul: Doğan Kitap, 2014, s. 145; Poroy, (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 4; Nami Barlas, **Adi Ortaklık Temeline Dayalı Sözleşme İlişkileri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016, s. 10-11; Timur Kuran, **Yollar Ayrılırken**, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2018, s. 73-74. Bu finansman yönteminin kökeni hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Abraham Udovitch, "At The Origins of the Western Commenda: Islam, Israel, Byzantium?", **Speculum**, C. 37, S. 2, 1962, s. 198; Ron Harris, "The Institutional Dynamics of Early Modern Eurasian Trade: The Commenda and the Corporation", **Journal of Economic Behavior and Organization**, C. 71, S. 3, 2009, s. 620.

⁵⁴ Ronald H. Coase, "The Nature of the Firm", **Economica**, C. 4, S. 16, 1937, s. 392; Richard A. Posner, **Economic Analysis of Law**, New York: Wolters Kluwer, 2014, s. 533.

süreci, daha sonra da Türkiye’de ortaya çıkış ve gelişimleri kısaca ifade edildikten sonra Türkiye’de tâbi oldukları hukukî düzenlemeler açıklanacaktır.

1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Diğer Ülkelerdeki Gelişimi

a. Amerika Birleşik Devletleri

Girişim sermayesinin modern anlamdaki ilk örneği, ABD’de, 1946’da İkinci Dünya Savaşı’ndan dönen askerlerin kuracakları girişimleri finanse etmek üzere kurulan Amerikan Araştırma ve Geliştirme Kurumu (*American Research and Development Corporation - ARDC*) ve *J.H. Whitney & Company*’dir⁵⁵. Daha sonra profesyonel olarak girişim sermayesi fonlarının kurulması için 1958’de Küçük İşletme Yatırım Yasası (*Small Business Investment Act*) çıkarılmış ve bu Yasa’nın öngördüğü şekilde Küçük İşletme Yatırım Ortaklığı (*Small Business Investment Corporation - SBIC*) lisansı alan şirketler girişim sermayesi yatırım ortaklıkları olarak yeni girişimlere kurumsal finans sağlamışlardır⁵⁶.

Girişim sermayesi yatırımlarında ABD’yi, Avrupa ülkeleri takip etmekteyse de Avrupa ülkelerinin bu alandaki performansı, ilgili hukuk ve ekonomi politikaları nedeniyle yeterli bulunmamakta ve Avrupa ülkelerinde tarihsel olarak bir girişim sermayesi kıtlığından bahsedilmektedir⁵⁷. Bu kıtlığın nedeni olarak da Avrupa Birliği hukuku çerçevesinde düzenleyici mevzuatın ABD’ye göre şirket kurulum ve işleyişlerini maliyetli kılması ve bu girişim şirketlerine yatırım yapmak isteyen diğer

⁵⁵ Pfirman, Wupperfeld ve Lerner, s. 22; Paul Gompers ve Josh Lerner, “An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership”, *Journal of Financial Economics*, S. 51, 1999, s. 6; İşeri, s. 35; David H. Hsu ve Martin Keeney, “Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research & Development Corporation 1946-1973”, *Industrial and Corporate Change*, C. 14, S. 4, 2005, s. 579, Plagge, s. 27. Girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin Amerikan hukukundaki gelişmelere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Uludağ, s. 184.

⁵⁶ Uludağ, s. 38; Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, *Girişim Sermayesi: Türkiye için Çıkarımlar ve Öneriler*, Ankara, 2012, s. 11.

⁵⁷ Bernard S. Black ve Ronald J. Gilson, “Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets”, *Journal of Financial Economics*, C. 47, S. 3, 1998, s. 246, 266; Xu Xiaoping Eleanor, “A Comparative Study of Venture Capital Performance in the US and Europe”, *Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures*, C. 9, S. 3, 2004, s. 62; Association for Financial Markets in Europe, *The Shortage of Risk Capital for Europe’s High Growth Businesses*, 2017. (<https://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-highgrowth-2017.pdf>) (ET: 03.03.2018) ABD’de tarihsel olarak girişimcilerin, girişimleri için daha uygun finansman ve koruma koşullarına sahip olduğuna dair bkz. Acemoğlu ve Robinson, s. 38.

şirketleri teşvik edecek yasal düzenlemelerin görece eksikliğidir⁵⁸. Bu nedenlerle Avrupalı girişim sermayesi yatırımcılarının ABD’de kurumsallaşma yoluna gittiği gözlemlenmektedir⁵⁹.

b. İngiltere

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına benzer işlevleri yürüten yapılar İngiliz hukukunda *Venture Capital Trust* (VCT)’lardır⁶⁰. VCT’lere ilişkin yasal düzenlemeler doğrultusunda VCT’ler, değeri yedi milyon Sterlin altında olan küçük firmalara, her bir firma için en az yıllık bir milyon Sterlin ya da yıllık yatırımların yüzde on beşine kadar yatırım yapabilmektedir. Bu modelde VCT’lerin hisseleri halka açıktır ve yeni hisse satışından itibaren üç yıl içinde, sağlanan fonun en az yüzde yetmişinin uygun yatırımlara dönüştürülmesi zorunludur. VCT’lerin yatırımlarının yüzde otuzunu hisse dışındaki diğer yatırım ve borç araçlarında kullanabilmesine izin verilmiştir.

İngiliz hukukunda VCT’leri cazip kılan en önemli özellikler ise; VCT’ye yapılan yatırımın yüzde otuzunun yıllık iki yüz bin Sterlin ile sınırlı olmak ve yatırımı beş yıl devam ettirmek şartıyla vergiden düşülebilmesi, VCT hisselerinin satışından oluşan sermaye gelirlerinin vergiden muaf olması ve VCT’den sağlanan diğer gelirlerin bütününe de gelir vergisinden muaf tutulmasıdır⁶¹.

c. Almanya

ABD’deki SBIC’lerin muadili olarak Almanya’da Özel Sermaye Şirketleri (*Kapitalbeteiligungsgesellschaften* - KBG) 1960’ların ortasında kurulmaya başlanmıştır⁶². Almanya’da bugünkü anlamda kurulan ilk girişim sermayesi şirketi 1975’te yirmi sekiz Alman bankası tarafından kurulan *Wagnis*

⁵⁸ Vermeulen, “New Company Structure”, s. 1.

⁵⁹ Vermeulen, “New Company Structure”, s. 7.

⁶⁰ İngiliz hukukunda GSYO’ların düzenlenişine ilişkin ayrıntılı tarihsel bilgiler için bkz. Uludağ, s. 188 vd.

⁶¹ Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, s. 29-30.

⁶² İlk KBG, özellikle ticari bankaların desteği ile 1965’te kurulan *Deutsche Beteiligungsgesellschaft mbH*’dir. 1965 ile 1972 yılları arasında bu şirket türünden otuz üç şirket kurulmuştur. Plagge, s. 38.

Finanzierungsgesellschaft'tır⁶³. Başlangıçta özel sektör tarafından kurulmasına rağmen, zarar etmesi nedeniyle bu şirket uzun süre bir kamu kuruluşu olarak yönetilmiştir. Almanya'daki özel sektör temelli ilk girişim sermayesi yatırım ortaklığı olan *Venture Management Gesellschaft*'ı ise 1984'te üç girişim sermayesi fonu ve bazı büyük Alman şirketleri kurmuştur⁶⁴.

Alman hukukunda GSYO'lara benzetilebilecek bir diğer müessese, yatırım fonlarının şirketleşmiş halleri olan Risk Sermayesi Yatırım Şirketleri (*Unternehmensbeteiligungsgesellschaften*)'dir⁶⁵. Bu şirketlerin, Risk Sermayesi Yatırım Şirketleri Kanunu⁶⁶ (*Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften-UBGG*) çerçevesinde girişim sermayesi şirketi olarak Ekonomi Bakanlığı'ndan lisans almaları zorunludur ve bunun için;

- i. Şirket payı satın alma, elde tutma ve satma faaliyetlerinde bulunma amacını taşımaları, (UBGG § 2/2)
- ii. Merkezlerinin Almanya'da, bir Avrupa Birliği ülkesinde ya da Avrupa Ekonomik Alanı içindeki ülkelerden birinde olması, (UBGG § 2/3)
- iii. Asgarî esas sermayelerinin en az bir milyon Avro olması, (UBGG § 2/4)
- iv. Yatırım yaptığı şirketlerdeki oy hakkının yüzde kırk dokuzu aşamaması ve bu yolla şirketler topluluğu oluşturmaktan kaçınması (UBGG § 4/3) gerekmektedir⁶⁷.

⁶³ Plagge, s. 39. "Cesaret, risk finansmanı" anlamlarına gelen "*Wagnis Finanzierung*" adı ile kurulan bu girişim sermayesi şirketlerine ve bu şirketlere üzerinden kamunun ve özel bankaların izlediği politikalara ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Ralf Becker ve Thomas Hellmann, "The Genesis of Venture Capital", *Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy*, ed. Vesa Kanninen ve Christian Keuschnigg, MIT Press, 2005, s. 49 vd.

⁶⁴ Karsten Schween, *Corporate Venture Capital-Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen*, Wiesbaden: Gabler Verlag, 1996, s. 31; Uludağ, s. 195 vd.

⁶⁵ Bu şirketlere ilişkin düzenlemelerin yetersiz olması nedeniyle piyasada etkinliklerinin hedeflenenden az kaldığı hakkında bkz. Schween, s. 52.

⁶⁶ **Almanya Federal Adalet ve Tüketicilerin Korunması Bakanlığı Resmi İnternet Sitesi**, (<http://www.gesetze-im-internet.de/ubgg/index.html#BJNR024880986BJNE001202140>) (ET: 05.05.2018)

⁶⁷ Petra Eckl, Matthias Möller ve Oliver Glück, **Venture Capital Investment in Germany: Market and Regulatory Overview**, 2015, s. 9. ([https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-501-0906?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/5-501-0906?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1)) (E.T. 05.03.2018)

d. Japonya

İkinci Dünya Savaşı ardından teknolojik ilerlemesi ile dikkat çeken Japonya, ABD'nin 1958'de çıkardığı Küçük İşletme Yatırım Yasası'nın neredeyse aynısını 1963'te kabul etmiştir. Bu yasa ile birlikte kamu sermayeli Küçük İşletme ve Yatırım Şirketleri (*Small Business and Investment Corporation – SBIC*) kurulmuş; 1985'ten itibaren ise özel sektörün sahip olduğu girişim sermayesi şirketleri kurulmaya başlamıştır. 1974'te Girişim Sermayesi Merkezi'ni (*Venture Enterprise Center – VEC*) kuran Japonya, ABD'de yer alan NASDAQ'ın bir benzeri olan Japon Menkul Kıymet Aracıları Birliği'ni (*Securities Dealers of Association of Japan*) 1984'te kurmuştur⁶⁸. Japonya'da yirmi biri sermaye piyasası ile ilişkili, yetmiş dördü banka kökenli, on ikisi sigorta şirketi kökenli ve kalanları bağımsız olmak üzere yüz altmış civarında girişim sermayesi şirketi mevcuttur⁶⁹.

e. Genel Değerlendirme

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının dünyada ilgili ülke hukuk düzeninde yer alan şirket türlerinin el verdiği şekilde ve özelliklerine göre limited ortaklık, anonim ortaklık, kapalı uçlu fon ya da bağımsız küçük işletme yatırım şirketleri şeklinde örgütlendikleri görülmektedir⁷⁰.

Dünyadaki farklı uygulamalara bakıldığında GSYO'ların girişim sermayesi yatırımlarında kullanacağı fonları; özellikle emekli sandıkları ve benzer kurumlar, ticari bankalar, kişisel tasarruflar, yatırım bankalarının bu alan için ayırdıkları fonlar, özel sigorta şirketlerinin yüksek kâr beklentili işlerde kullanmak üzere ayırdığı fonlar, yüksek sermayeli şirketlerin hem yüksek kâr elde etmek hem de alanlarında teknolojik gelişmeyi desteklemek amacıyla ayırdığı fonlar yoluyla sağladığı; bunlara ek olarak da devletlerin, üniversitelerin ya da teknoloji enstitülerinin küçük ve büyük

⁶⁸ Uludağ, s. 186.

⁶⁹ Yiğit ve Güner, s. 262.

⁷⁰ Uludağ, s. 14, 37 vd.

sanayinin gelişimini ve sermaye birikimini desteklemek üzere sağladığı fonların da kullanıldığı görülmektedir⁷¹.

2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Türkiye’de Ortaya Çıkışı ve Güncel Durumu

Türkiye’de girişim sermayesinin kurumsal bağlamda geçirdiği dönemler dikkate alındığında birbirinden ayrı özellikler gösteren farklı evrelerden bahsedilebilir⁷². Gelişen süreç dikkate alındığında aşağıdaki gibi bir zamansal ayırım yapılabilir:

- Girişim sermayesi kavramının yeni yeni anlaşılmaya başlandığı ve ilk uygulamalarının görüldüğü 1993 yılı öncesi,
- Sermaye piyasası düzenlemelerine dayanan ilk modelin uygulandığı 1993-2000 yılları arası,
- Türkiye piyasasına yönelen yurtdışı merkezli ilk şirketlerin kurulduğu ve bu konuya ilginin geliştiği 2000-2005 yılları arası,
- Ayrı bir hukukî zemin olarak girişim sermayesinin yerini sağlamlaştırdığı 2005-2013 yılları arası ve
- GSYO’lara ilişkin yeni hukuki düzenlemelerin yapıldığı 2013 yılı ve sonrası.

Bu evreler incelendiğinde, Türkiye’de GSYO’ların ortaya çıktığı koşullar çerçevesinde, hangi hususlarda ve hangi nitelikte hukukî düzenlemelere ihtiyaç olduğu daha belirgin hâle gelecektir.

⁷¹ Uludağ, s. 18; İşeri, s. 50; Beşkardeşler, s. 20; Tamir Agmon ve Stefan Sjögren, **Venture Capital and The Inventive Process**, Londra: Palgrave Macmillian, 2016, s. 111 vd.

⁷² Hakan Kildokum, “The Adventure of “Private Equity” in Turkey-An Opportunity Search for a Model”, **3. Trakya Bölgesi Kalkınma ve Girişimcilik Sempozyumu**, 2011, s. 3. (https://www.academia.edu/5708216/Giri%C5%9Fim_Sermayesinin_T%C3%BCrkiye_Ser%C3%BCveni) (ET: 05.04.2018)

1988 yılında kurulan Teşebbüs Destekleme Ajansı Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi adeta bir girişim sermayesi yatırım ortaklığı işlevini yerine getirmeyi amaç edinecek şekilde ortaya çıkmıştır. Ancak idari sorunlar ve yeterli düzeyde maddî güce sahip olunamaması nedeniyle şirketin çalışmalarından istenen verim alınamamıştır⁷³.

1991 yılında ise kamu-özel işbirliği neticesinde Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (“TTGV”) kurulmuş ve başarılı çalışmalarını artırarak bugüne değin etkin kalmıştır⁷⁴. Türkiye’de yasa ile kurulmuş yedi vakıftan biri olan TTGV, kendisini “*kâr amacı gütmeyen ekonomik işletme*” modelinin uygulayıcısı olarak ifade etmekte ve bu model ile çok çabuk değişen teknoloji ve yenilenme ortamına uyum sağlamayı, aynı zamanda da, kurumsal hedef ve stratejilerine uygun artı değer yaratacak ortaklıklar kurmayı, yeni finans kaynaklarının değerlendirilebileceği pencereler yaratmayı, başarılı referanslar oluşturmayı, yeni iş/ağ bilgisi ve uzmanlıkların geliştirilebileceği, mevcutların değerlendirilebileceği stratejilerle uygun fırsatları geliştirmeyi amaçlamaktadır⁷⁵.

TTGV, kuruluşundan itibaren özel sektör odaklı AR-GE faaliyetlerine başlamış olmakla birlikte girişim sermayesine ilişkin ilk faaliyetini 2000 yılında TURKVEN (*Turkish Private Equity Fund*) ve İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı’na yatırım desteği vererek gerçekleştirmiştir. Devam eden süreçte 2005 yılına gelindiğinde, başlangıç ve büyüme aşamasındaki teknoloji firmalarına yatırım yapmak üzere Teknoloji Yatırım A.Ş.’yi kurmuştur. 2007 yılında ise yenilikçi KOBİ’lerin gereksinim duyduğu sermayeyi sağlamak üzere kurulan ve toplam yüz altmış milyon Avro büyüklüğündeki İstanbul Risk Sermayesi Girişimi (İstanbul Venture Capital Initiative - iVCi)’ne yatırımcı olarak katılmıştır. 2016 ve 2017 yıllarında ise sırasıyla MEDITERRA II özel girişim sermayesi fonu ve Taxim Capital Özel Sermaye

⁷³ Özdemir Akmut, **Risk Sermayesi**, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi İşletme Ekonomisi Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları, 1990, s. 19; Uludağ, s. 42; Gençay Çapanoğlu, s. 47; Kildokum, s. 3.

⁷⁴ TTGV Resmi İnternet Sitesi: <http://www.ttgov.org.tr/tr/biz-kimiz/ttgov-hakkinda>. (ET: 06.04.2018); Uludağ, s. 44.

⁷⁵ TTGV Resmi İnternet Sitesi: <http://www.ttgov.org.tr/tr/biz-kimiz/is-modeli>. (ET: 06.04.2018)

Fonu'nun yatırımcısı olmuştur⁷⁶. Tüm bu faaliyetlerine karşın TTGV'nin hukukî açıdan bir GSYO olarak değil bir vakıf olarak örgütlendiği gözden kaçırılmamalıdır.

1993-2000 yılları arasındaki dönemde gerçekleşen en önemli gelişme, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak girişim sermayesinin, ayrıntılı bir ikincil hukukî düzenlemeye kavuşmasıdır. Bu ilk tebliğin yayımlanması ardından ancak üç yıl geçtikten sonra 1996 yılında Türkiye Vakıflar Bankası T.A.O. öncülüğünde Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.; gelişmeye açık alanlarda rekabet avantajına sahip şirketlere, ekonomiye olumlu etki edecek projelerini gerçekleştirmeleri için yönetim bilgisi ve sermaye katkısı sağlamak, uhdesinde bulundurduğu kolektif kaynakları devreye sokarak girişimcilerin bu bilgi ve deneyimlerden yararlanmasını sağlamak üzere kurulmuştur⁷⁷. Söz konusu ortaklık, 05.07.2004 yılında sermaye piyasası düzenlemelerinde gerçekleşen değişikliğe uygun olarak unvanını Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olarak değiştirmiştir. Bu şirket, faaliyet süresi içerisinde kendisine yapılan yaklaşık altı yüz proje başvurusunun üçüne yatırım yapmış, ancak bu yatırımlardan satış değil de tasfiye yoluyla çıkabilmiştir. Daha sonra, 18.08.2009'da imzalanan pay satış sözleşmesinin SPK tarafından 11.12.2009 tarihinde onaylanması ile RHEA Grubu'na devredilmiş ve 2010 yılında RHEA Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı unvanını almıştır⁷⁸.

1999 yılında KOBİ'lerin finansman ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla TOBB, Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve on altı sanayi ve ticaret odasının işbirliği ile kurulan "KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş." özellikle 2001 krizinin öncesi ve sonrasında mevcut olan ekonomik koşullar nedeniyle uzun süre faaliyetlerine başlayamamıştır. 2004 yılında sermaye piyasası mevzuatına uygun olarak "KOBİ

⁷⁶ TTGV Resmi İnternet Sitesi: <http://www.ttgiv.org.tr/tr/biz-kimiz/is-modeli>. (ET: 06.04.2018)

⁷⁷ Poyraz ve Tepeli, s. 46-47.

⁷⁸ RHEA GSYO Resmi İnternet Sitesi: <http://www.rheagirisim.com.tr/tr/tarihce>. (ET: 06.04.2018)

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” unvanı ile faaliyetlerine yeniden başlayan⁷⁹ şirketin portföyünde hâlihazırda dokuz yatırımı bulunmaktadır⁸⁰.

1993-2000 yılları arasında gerçekleşen bir diğer önemli gelişme ise 2000 senesinde 29,3 milyon Amerikan Doları sermaye ile İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı’nın Türkiye İş Bankası Grubu tarafından kurulmasıdır⁸¹. Sermaye piyasaları mevzuatına bağlı, zamanının en büyük girişim sermayesi yatırım ortaklığı olarak kurulan İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı’nın, yatırımlarının yıllık bileşik getiri oranının Türkiye ve dünya ortalamasının üzerinde olması, on yedi giriş on bir çıkış olmak üzere bugüne değin yirmi sekiz işlem gerçekleştirmesi gibi kendisi hakkında sağladığı bilgiler ışığında değerlendirildiğinde başarılı bir GSYO örneği olduğu söylenebilir. Söz konusu şirket, 2004 yılından bu yana da borsaya kote bir şirket olarak hem yatırım almaya hem de girişim sermayesi yatırımı yapmaya devam etmektedir⁸².

2000-2005 yılları arasında ise, yurtdışı merkezli girişim sermayesi kurumlarının Türkiye’ye ilgisi artmıştır. Bu dönemde, Türkiye’de faaliyet göstermek üzere bir bağımsız girişim sermayesi şirketi olan TURKVEN⁸³ kurulmuş olup şirketin güncel pay sahipleri Dünya Bankası Uluslararası Finans Kurumu (IFC), Avrupa Kalkınma ve Yeniden Yapılandırma Bankası (EBRD), Avrupa Yatırım Bankası (EIB) ve Hollanda merkezli Girişim Kalkınma Bankası (FMO)’dır⁸⁴. 2018 Mart ayı itibariyle iki milyar Amerikan Doları sermaye tutarında yatırım portföyüne danışmanlık yapan TURKVEN, ilk yatırımını 2003 yılında satın alma destek yöntemini kullanarak UNMAŞ A.Ş.’ye (UNO markasını geliştiren ortaklık) yapmıştır. Daha sonra gerçekleştirdiği MNG Kargo, Domino’s ve Migros yatırımlarında da ortaklık paylarının tamamını alma yöntemine başvuran TURKVEN, Medical Park, Mavi, Doğa Koleji gibi yatırımlarında ise çoğunluk

⁷⁹ KOBİ GSYO Resmi İnternet Sitesi: <http://www.kobias.com.tr/tarihce.html>. (ET: 06.04.2018)

⁸⁰ KOBİ GSYO Resmi İnternet Sitesi: http://www.kobias.com.tr/yatirim_portföyü.html. (ET: 06.04.2018)

⁸¹ Poyraz ve Tepeli, s. 48-50.

⁸² İş GSYO Resmi İnternet Sitesi: <http://www.isgirisim.com.tr/hakkimizda/>. (ET: 06.04.2018)

⁸³ Poyraz ve Tepeli, s. 52.

⁸⁴ TURKVEN Resmi İnternet Sitesi: <http://turkven.com.tr/hissedarlar.htm>. (ET: 06.04.2018)

hissesi satın alma yöntemini kullanmıştır⁸⁵. Bugüne değin yirmi üç yatırım işlemi gerçekleştirmiş olan TURKVEN, bu yatırımların on üçünde başarılı çıkış gerçekleştirmiş; dört adet yatırımını halka arz etmiş; altı adet yatırımına ise devam etmektedir⁸⁶.

Girişim sermayesi yatırımlarının kabul gördüğü ve hem yerel hem de uluslararası girişim sermayesi yatırımlarının arttığı dönem ise 2005 sonrası dönemdir. Türkiye'nin ilk fonların fonu (üst fon) ve eş-yatırım programı olarak *Istanbul Venture Capital Initiative* (iVCi) 2007'de, başlıca yatırımcıları olan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), TTGV, Türkiye Kalkınma Bankası (TKB), Garanti Bankası, Yunanistan Ulusal Bankası (NBG) ve Avrupa Yatırım Fonu (EIF) tarafından kurulmuş ve bugüne kadar on adet fona yüz elli beş milyon Avro civarında yatırım sermayesi taahhüt etmiştir⁸⁷.

Özellikle 2013 yılına değinmek gerekir; zira bu yılda, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarını düzenleyen ve yukarıda zikredilen 1993 tarihli SPK Tebliği yerine 9.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3) ("Tebliğ") yayımlanmıştır. Bu çalışmanın gerçekleştirildiği dönemde yürürlükte olan ikincil hukukî düzenleme de, bu Tebliğ'dir.

2018 Ekim ayında SPK tarafından açıklanan istatistiklere göre hâlihazırda yedi GSYO⁸⁸, toplamda 1.441.886.245,00 TL piyasa değeri, 2.882.750.000,00 TL kayıtlı sermaye tavanı ve 627.202.480,00 TL çıkarılmış sermaye ile faaliyetlerini sürdürmektedir⁸⁹. Türkiye ve dünya ekonomisinde girişim sermayesinin giderek

⁸⁵ TURKVEN Resmi İnternet Sitesi: <http://turkven.com/tr/sirketiniz.htm>. (ET: 06.04.2018)

⁸⁶ TURKVEN Resmi İnternet Sitesi: <http://turkven.com/tr/yatirimlar.htm>. (ET: 06.04.2018)

⁸⁷ iVCi Resmi İnternet Sitesi: <http://www.ivci.com.tr/Default.aspx?lang=tr>. (ET: 06.04.2018)

⁸⁸ Egeli & Co Tarım Girişim Yat. Ort. A.Ş., Gözde Girişim Yat. Ort. A.Ş., Hedef Girişim Yat. Ort. A.Ş., HUB Girişim Sermayesi Yat. Ort. A.Ş., İş Girişim Sermayesi Yat. Ort. A.Ş., Rhea Girişim Sermayesi Yat. Ort. A.Ş., Verusatürk Girişim Sermayesi Yat. Ort. A.Ş.

⁸⁹ Sermaye Piyasası Kurulu, **Aylık İstatistik Bülteni**, Ekim 2018: <http://www.spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/AylıkIstatistikBultenleri> (ET: 17.12.2018)

artan bir öneme sahip olması GSYO'lara olan ilginin de artacağı ve bu müesseselerin daha da gelişip değişeceğinin bir göstergesi olarak addedilebilir.

3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Türkiye’de Tâbi Olduğu Hukuki Düzenlemeler

6.12.2012 tarihli ve 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, yatırım ortaklıklarını ve yatırım ortaklıklarının kuruluş ve faaliyet şartlarını düzenlemiştir⁹⁰. SerPK madde 48/1’de yer alan tanıma göre yatırım ortaklıkları “*sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile Sermaye Piyasası Kurulu’na belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklardır*”. Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise yatırım ortaklıklarının; kuruluşuna ve kurucularına, anonim ortaklıkların yatırım ortaklığına dönüşümüne, yatırım ortaklığı statüsünden çıkmalarına, asgari halka açıklık oranına, faaliyet esaslarına, türlerine ve pay devirlerine, izahnameye ve izahnamenin yayımlanmasına, portföyünde bulunan varlıkların ve hakların değerlemesine ve varlıkların saklanmasına, portföy sınırlamalarına, yönetim ilkelerine, sermaye artırımlarına ve azaltımlarına, imtiyazlı pay ihracına, kâr dağıtımına ve paylarını geri almalarına, tasfiye ve sona ermelerine ilişkin usul ve esaslar ile tâbi olacakları diğer yükümlülüklerin Kurul tarafından düzenleneceği ifade edilmiştir.

Görüldüğü üzere, GSYO’lar da yatırım ortaklıkları başlığı altında ele alınmaktadır. Bu yasal düzenleme özelinde Kurul’a GSYO’ya ilişkin belirtilen bu konularda düzenleme yetkisi verilmesi yönünden bu konuların önemli konular olduğu ve birikimlerini sermaye piyasasında değerlendirmek isteyen kişilerin

⁹⁰ Yatırım ortaklıklarında sermaye sahibi yatırımcı ile sermayeyi riskin dağıtılması esasına göre yöneten kurum arasında bir şirket ilişkisi mevcuttur. Yatırım fonlarında ise katılma belgesi sahibi olarak nitelendirilen sermaye sahibi ile sermayesini emanet ettiği yatırım fonu kurucusu arasında doğrudan *sui generis* bir sözleşme ilişkisi mevcut olup SerPK ve Kurul tebliğlerinde düzenlenmemiş konular için TBK’deki vekalet sözleşmesine ilişkin hükümlere başvurulacaktır. Bu fark hakkında ayrıntılı değerlendirme için bkz. Füsün Nomer, **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul: Beta, 2003, s. 10 vd.; Füsün Nomer Ertan, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, **İÜHFİM**, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 135; Poroy, (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 21.

umdukları hukuk güvenliğinin sık sık ve kolayca değiştirilebilen tebliğler ile değil kanunî düzenlenmeler ile sağlanabileceği eleştirisi yapılmaktadır⁹¹.

Türkiye’de yatırım ortaklıkları başlığı altında, menkul kıymet yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, değişken sermayeli yatırım ortaklıkları ve girişim sermayesi yatırım ortaklıkları düzenlenmiştir. Çalışmanın konusu itibarıyla yalnızca girişim sermayesi yatırım ortaklıkları incelenecektir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esasları düzenlemek üzere, SerPK’nin 48 ve 49. maddeleri uyarınca, Kurul tarafından hazırlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3), 9.10.2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir⁹². Bu Tebliğ ile girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kuruluşuna ve kurucularına, ortaklarında ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, paylarının ihracına, satışına ve devrine, faaliyet esaslarına, yönetim ilkelerine, portföy sınırlamalarına, asgari halka açıklık oranına, türlerine, portföyünde bulunan varlıkların ve hakların değerlemesine, varlıkların saklanması, imtiyazlı pay ihracına, kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların bilgilendirilmesi yükümlülüklerine, girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkmaları ile tâbi olacakları diğer yükümlülüklerle ve anonim ortaklıkların girişim sermayesi yatırım ortaklığına dönüşümüne ilişkin esaslar düzenlenmiştir. Bu Tebliğ’de yer alan düzenlemelerden girişim sermayesi yatırımlarında paysahipleri sözleşmesinin yerinin anlaşılmasına yarar sağlayacak olanlar aşağıda açıklanacaktır⁹³.

⁹¹ Nomer Ertan, s. 51.

⁹² Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin olarak SPK tarafından, bu tebliğden önce sırasıyla 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ve 06.11.1998 tarih ve 23515 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği çıkarılmıştır.

⁹³ GSYO’lara yönelik SerPK açısından yapılan ayrı bir değerlendirme için bkz. Burak Adıgüzel, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017, s. 279 vd.

a. GSYO Tanımı:

GSYO, Tebliğ'in 4. maddesinde, Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliği yolu ile dönüşen, SerPK'nin 48'inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile Tebliğ'de izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve kayıtlı sermaye sistemine tâbi anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumu olarak tanımlanmıştır⁹⁴.

Bu tanımdan hareketle GSYO'yu diğer şirketlerden ayıran temel unsurlar; baştan kurulma ya da dönüşme yoluyla kayıtlı sermaye sistemine tâbi AO olarak yapılanması, girişim sermayesi yatırımı yapma amacını taşıması ve bu amacını yerine getirmek üzere pay ihraç etmesidir.

GSYO'lar, girişim sermayesi yatırımı yapabilecek şirket türlerinden yalnız birisidir. Girişim sermayesi yatırımı yapmak bir yatırım kararı olduğu için bu imkân, gerçek kişiler tarafından ya da başka ticaret şirketleri vasıtası ile de kullanılabilecektir⁹⁵. Ancak teknolojik gelişmenin kamu politikasının bir parçası ve hedefi olması dolayısıyla, teknolojik gelişime önemli oranda katkı sağlayan girişim sermayesi yatırımlarının hem daha verimli bir şekilde hem de denetim altında yapılabilmesi için yasakoyucu tarafından GSYO'lara ve bu şirketlerin pay sahiplerine GSYO unvanını kullanma ayrıcalığı ve bazı vergisel avantajlar tanınmaktadır⁹⁶. Sağlanan bu avantajlar özellikle teknoloji pazarının büyümesini ve zenginleşmesini amaçlayarak piyasaya yapılan kamusal müdahalelerden yalnızca biri olup kamuda

⁹⁴ Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıklarından farkına ilişkin bilgi için bkz. Sıtkı Anlam Altay, **Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları**, 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu, ed. Korkut Özkorkut, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s. 197 vd.

⁹⁵ Yavuz Akbulak, "6322 Sayılı Kanun ile Getirilen Girişim Sermayesi Fonu", **İstanbul Barosu Dergisi**, C. 87, S. 2, 2013, s. 219; Arıcı ve Veziroğlu, s. 11.

⁹⁶ Yılmaz, s. 50. GSYO'lara ve bu şirketlerin pay sahiplerine tanınan vergisel avantajlara ilişkin bkz. bölüm I, B-3-k.

gerçekleştirilen AR-GE faaliyetleri ya da fikirlerin korunması amacıyla yapılan fikri ve sınai haklara ilişkin yasal düzenlemeler de aynı amaca hizmet etmektedir⁹⁷.

b. Kuruluş ve Dönüşüme İlişkin Esaslar

GSYO'ların kuruluş ve dönüşümüne ilişkin esaslar Tebliğ'in 5. maddesinde düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye göre bir ortaklığın başlangıçta GSYO olarak kurulması mümkün olduğu gibi bir AO'nun esas sözleşmesini SerPK ve Tebliğ'de yer alan koşullara göre değiştirmesi yoluyla GSYO'ya dönüşmesi de mümkündür. GSYO kuruluşu ya da GSYO'ya dönüşüm için yapılacak başvuruların Kurul tarafından incelenerek onaylanması gerekmektedir. Bu inceleme sırasında başvuru konusu ortaklığın Kanun'da yer alan ve aşağıda açıklanan özel koşullara uyup uymadığına bakılacaktır.

Yukarıda⁹⁸ ifade edildiği üzere farklı hukuk sistemlerinde girişim sermayesi şirketlerinin farklı şirket türlerinde örgütlenebilmesi mümkün kılınmış iken Türkiye'de kurulan GSYO'ların kayıtlı sermayeli AO olarak kurulması, eğer dönüşüm işlemi gerçekleştirilmek isteniyorsa başvuran AO'nun kayıtlı sermayeli AO olması ya da esas sermaye sistemine tâbi AO mahiyetinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurul'a başvurması gerekmektedir⁹⁹.

GSYO'ların AO olarak örgütlenmesi gerekliliğinin iki önemli sonucu vardır. Bunlardan birincisi, AO şeklinde örgütlenen GSYO'nun yatırımcıları "paysahibi" sıfatına sahip olmakta ve yatırım fonlarındaki sözleşmesel korumadan farklı olarak

⁹⁷ Günseli Baygan ve Michael Freudenberg, **The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy**, Paris: OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2000, s. 38; Hall Bronwyn, **The Financing of Research and Development**, ed. Anthony Bartzokas ve Sunil Mani, **Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital**, Büyük Britanya: Edward Elgar Publishing, 2004, s.8; Agmon ve Sjögren, s. 49 vd.

⁹⁸ Bkz. bölüm I, B-1-e.

⁹⁹ GSYO'ların AO olarak örgütlenmesi zorunluluğunun olumlu ve olumsuz yanları ile ilgili bilgi için bkz. Uludağ, s. 47. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin AO olarak örgütlenmesinin yararları hakkında inceleme için bkz. Rauf Karasu, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2015, s. 123.

GSYO'ya karşı paysahipliği haklarını kullanabilmektedir¹⁰⁰. TTK ile birlikte eTTK döneminde doktrin görüşleri, yargı kararları ve deneyimler ile özellik kazanmış olan paysahipliği hakları güçlendirilmiştir¹⁰¹. GSYO'nun yatırımcıları sahip oldukları paysahipliği sıfatı sayesinde sözleşmesel korumadan farklı olarak TTK'de düzenlenen eşit işleme tâbi tutulma (m. 357), genel kurula katılma veya kendisini temsil ettirme (m. 425), asgari oy hakkı (m. 434), tüm dava hakları, bilgi alma ve inceleme hakları gibi vazgeçilmez haklara; kâr payı, tasfiye payı, rüçhan hakkı, hazırlık dönemi faizi gibi mali haklara ve genel kurula katılma, oy ve özel denetim isteme hakları gibi yönetsel haklara sahip olmaktadır.

İkinci önemli sonuç ise, AO olarak örgütlenmeleri dolayısıyla GSYO'ların, SerPK'de yer alan düzenlemelerde ve Kurul tebliğlerinde aksine hüküm bulunmadıkça TTK'nin ticaret şirketlerine dair genel hükümlerine ve AO'lara ilişkin hükümlerine tâbi olmalarıdır¹⁰².

Özel bir statü olarak düzenlenmiş¹⁰³ GSYO'lar için özel bir asgari sermaye zorunluluğu getirilmiştir. Buna göre doğrudan GSYO kuruluşu için başvuruluyorsa başlangıç sermayesinin, GSYO'ya dönüşüm için başvuruluyorsa mevcut ödenmiş ya da çıkarılmış sermaye ile öz sermayesinin her birinin yirmi milyon TL'den az

¹⁰⁰ Nomer, s. 73.

¹⁰¹ Bu kapsamda yeniden düzenlenen rüçhan (TTK m. 461), bilgi alma ve inceleme (TTK m. 392), özel denetim isteme (TTK m. 438 vd.) gibi hakların yanında yeni yaratılan, AO'dan çıkma (TTK m. 141) ya da şarta bağlı sermaye artırımında önerilme hakkı (TTK m. 466) gibi haklar da göz önünde bulundurulmalıdır. Ayrıca TTK ile paysahiplerine genel kurul kararlarının butlanını tespit davası, bilgi alma ve inceleme hakkının kullanılması davası ve denetçi atanması davaları gibi yeni bazı dava hakları da sağlanmıştır. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, N. 14-05, s. 329. AO'da paysahipliği haklarına dair bkz. Tekinalp, (Poroy ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 610 vd.; Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku-Genel Esaslar**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017, s. 579 vd.

¹⁰² Nomer, s. 49.

¹⁰³ Anonim ortaklık, ortaklıklar hukukunda dar anlamda tipi ifade etmektedir. TTK'de şirket türleri açısından *numerus clausus* ilkesi benimsendiği için kurulabilecek şirket türleri sayıca sınırlanmış ve bu şirketlerin yapılarında yasaya aykırı değişikliklerin yapılmasının önüne geçilmesi amaçlanmıştır. Ünal Tekinalp, (Reha Poroy ve Ersin Çamoğlu), **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010, s. 105. SerPK m. 48/2'de "yatırım ortaklığı statüsünden çıkma" ifadesinden yatırım ortaklığının bir statü olduğu anlaşılmaktadır. Bir yatırım ortaklığı olan GSYO da bu anlamda özel statüsü olan bir AO'dur. Öğretide ayrıca "AO çeşitleri" başlığı altında GSYO'ları da içeren kolektif yatırım kuruluşları "sermaye piyasası kurumları ve özel hükümlere tâbi AO'lar" olarak tavsif edilmiştir. Tekinalp, (Poroy ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 295.

olmaması gereklidir¹⁰⁴. Ayrıca tipik AO'dan farklı olarak hem kuruluş hem de dönüşümde payların nakit karşılığının çıkarılması ve pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi gerekmektedir.

SerPK'nin 49. maddesinin ilk fıkrası uyarınca yatırım ortaklıklarının ticaret unvanlarında “Yatırım Ortaklığı” ibaresi bulunması zorunludur. Kanunun bu hükmüne paralel olarak Tebliğ'in 6. maddesinde GSYO'ların ticaret unvanında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresi bulunması zorunluluğu düzenlenmiştir. Bu zorunlulukla ilgili olarak, Tebliğ'in 38. maddesi ile SerPK ve Tebliğ'e uygun olarak kurulan ve faaliyet gösteren ortaklıklar dışında başka kuruluşların ticaret unvanlarında veya ilan ve reklamlarında “girişim sermayesi yatırım ortaklığı”, “GSYO” veya aynı anlama gelebilecek başka bir ibarenin kullanılması yasaklanmıştır. Böylece GSYO türünde olmayan şirketlerin ya da diğer hukuki varlıkların piyasada hem girişimcileri hem de sermaye sahibi yatırımcıları yanıltmasının önlenmesi amaçlanmaktadır.

GSYO'ların yerine getirdiği işlev ve bulunduğu özel koşullar nedeniyle hem ortaklar hem de yöneticiler açısından birtakım nitelikler aranmaktadır. GSYO'larda kuruluştaki kurucu ortakların, dönüşümde ise mevcut ortakların Tebliğ'de öngörülen niteliklere sahip olması gerekmektedir. Tebliğ'in 6. maddesinde GSYO'ların gerçek ve/veya tüzel kişi kurucu ortaklarının; müflis olmaması, konkordato ilan etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması; faaliyet izinlerinden biri Kurul tarafından iptal edilmiş kuruluşlarsa, bu yaptırımı gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması gerekmektedir.

Ayrıca SerPK'de düzenlenen suçlardan kesinleşmiş mahkûmiyetinin bulunmaması; mülga 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararnameye göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması; 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53'üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin

¹⁰⁴ GSYO'ya dönüşümde bu tespit yapılırken Kurul düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolar dikkate alınacaktır.

isleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması; ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması; işin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması; muaccel vergi borcu bulunmaması; 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkum olmaması; Kanunun 101'inci maddesinin birinci fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması koşulları aranmaktadır.

GSYO'ya dönüşümde, dönüşecek AO'nun mevcut ortaklarının; halka açık ortaklıkların dönüşümünde yalnız yönetim kontrolü sağlayan paylara sahip olan ortakların; kuruluş ve dönüşüm başvurularında; ortaklıkta dolaylı olarak yüzde yirmi ve üzerinde pay sahibi olan nihaî gerçek kişiler ile imtiyazlı pay bulunması halinde ortalıkta dolaylı olarak yönetim kontrolünü sağlayacak oranda imtiyazlı paya sahip olan gerçek kişilerin; bankalar dışındaki tüzel kişi lider sermayedarların doğrudan veya dolaylı olarak yönetim kontrolüne sahip olan nihaî gerçek kişilerin, imtiyazlı paylarının mevcut olması halinde, imtiyazlı payların yüzde yirmisinden fazlasına sahip gerçek kişilerin, imtiyazlı paylarının mevcut olması halinde, doğrudan veya dolaylı olarak lider sermayedarda imtiyazlı payların yüzde yirmisinden fazlasına sahip tüzel kişi ortakların imtiyazlı paylarının yüzde yirmisinden fazlasına sahip olan nihaî gerçek kişilerin niteliklerinin ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması şartı dışında diğer şartlara uygun olması gerekmektedir. Ayrıca, kamu kurum ve tüzel kişileri ile kamu yararına faaliyet gösteren tüzel kişiler, bu koşullara uygun olma zorunluluğundan muaf tutulmuştur (Tebliğ madde 5/3).

Tebliğ'in 6. maddesinin dördüncü fıkrasına göre GSYO kuruluş ya da dönüşümünde bankaların rol alması durumuna özgü düzenlemeler mevcuttur. Buna

göre kuruluş ve dönüşümde, kurucunun ya da mevcut ortağın banka olması durumunda, bankanın muaccel vergi borcu bulunmadığını gösteren bilgi ve belgelerin Kurul'a gönderilmesi yeterlidir. Bankaların GSYO'larda doğrudan ya da dolaylı olarak pay sahibi olması durumunda, BDDK'nın uygun görüşü alınmak zorundadır. Ayrıca bankada sahip olunan doğrudan ve dolaylı pay sahipliği sayesinde dönüşüm yoluyla kurulan GSYO'da pay sahibi olan kişilerin GSYO kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması şartını taşımaları gerekmektedir.

GSYO ortakları ve yöneticilerinin yukarıda ifade edilen niteliklere sahip olmasının aranması ile hem kurumsal anlamda hem de mezkûr kişiler arasındaki ilişkilerde uzmanlık ve güven ölçütü sağlanmak istenmiştir. GSYO'ların özelleşmiş bir amaca ancak nitelikli bir ekiple ulaşabileceği gerçeğinin yanı sıra GSYO ile ilişkiye girecek olan üçüncü kişiler açısından da güven ve uzmanlığın önemli olması nedeniyle GSYO ortak ve yöneticilerinde bu söz konusu niteliklerin aranması isabetli olmuştur.

GSYO'ların esas sözleşmelerine ilişkin özel düzenlemeler de Tebliğ'de yer almaktadır. Kurul'da, esas sözleşmenin SerPK ve Tebliğ hükümlerine göre olması; dönüşümde ise mevcut esas sözleşmenin Kanun ve Tebliğ hükümlerine göre değiştirilmesi amacıyla Kurul'a başvurulmalıdır (Tebliğ madde 5/2-e).

GSYO'da istihdam edilecek diğer personel için ise Tebliğ'in 19. maddesi ile Kurul'un yapacağı düzenlemelere uyulması zorunluluğu ifade edilmiş ve bu personelin SerPK'nin 101. maddesinin ilk fıkrasının (a) bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması şartı getirilmiştir. Çünkü GSYO ortakları ve yöneticilerinin yanı sıra GSYO organizasyon yapısında yer alacak diğer çalışanların da güven ve uzmanlık konusunda nitelikli olması gerekmektedir.

Bundan başka, başlangıç sermayesinin ve çıkarılmış sermayenin yüzde yirmi beş oranındaki paylarının, Tebliğ'de belirlenen süre ve esaslara uygun olarak halka

arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcılara satılacağı Kurul'a karşı taahhüt edilmesi gerekmektedir (Tebliğ madde 5/2-g). Böylece özelleşmiş bir amaçla kurulan GSYO'ların bu amaçlarından sapmasının önüne geçilmesi için tedbir alınmıştır.

Kuruluştaki kurucu ya da dönüşümde mevcut ortaklardan en az biri lider sermayedar olmalıdır¹⁰⁵. Lider sermayedara ilişkin özel şartlar Tebliğ'in 8. maddesinde düzenlenmiştir. Bu maddede yapılan tanıma göre lider sermayedar, *“halka arz sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunmaması halinde tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolünü sağlayan paylara sahip olan, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunması halinde ise, tek başına veya bir araya gelmek suretiyle yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu dahil olmak üzere, sermayenin asgari yüzde yirmi beşi oranındaki paylara sahip olan ortak ya da ortaklardır”*. Lider sermayedarın ya da birden çok olması durumunda her bir gerçek ya da tüzel kişi lider sermayedarın, GSYO kurucuları için Tebliğ'de aranan şartlara ilaveten Tebliğ'in 7. maddesinde öngörülen kıstaslara da uygun olması gerekmektedir. Bu maddeye göre, GSYO'da lider sermayedar olacak gerçek kişilerin ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, bankacılık, finans, girişimcilik, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi alanlarda en az beş yıllık tecrübeye sahip olması, toplam menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değerinin en az on milyon TL olması, birden fazla gerçek kişinin lider sermayedar olması halinde ise gerçek kişi lider sermayedarların menkul ve gayrimenkul varlıklarının rayiç değerinin toplamının en az yirmi milyon TL olması; tüzel kişilerin ise en az üç yıllık faaliyet geçmişinin olması, Kurul'a başvuru tarihinden önceki son hesap dönemine ait konsolide ve bireysel finansal tablolarının bağımsız denetimden geçmiş olması ve bu finansal tablolarında yer alan öz sermayesinin en az kurulacak veya dönüşecek ortaklığın çıkarılmış sermayesinin iki katı ve aktif toplamının kurulacak veya dönüşecek ortaklığın çıkarılmış sermayesinin en az üç katı olması gereklidir. Ayrıca Tebliğ'in 7. maddesinin altıncı fıkrası uyarınca kamu kurum ve tüzel kişileri ile kamu yararına faaliyet gösteren tüzel

¹⁰⁵ Söz konusu “lider sermayedar”lar Tebliğ'de aranan özellikler dolayısıyla alanında tecrübeli ve piyasada itibarı olan gerçek ya da tüzel kişilerdir. Lider sermayedarların varlığı GSYO'ların kuruluşlarını kolaylaştırdığı gibi GSYO'ya duyulan güveni ve özellikle halka açılma sürecinde yatırımcıların ilgisini artırmaktadır. Ayrıca lider sermayedar zorunluluğu ile yüksek düzeyde profesyonellik gerektirebilen girişim sermayesi yatırımlarında tecrübesiz kişilerin karar verici konumda olması engellenmektedir. Atilla, s. 117.

kişilerde kendi özel mevzuatlarında aranan şartlar dışında lider sermayedara ilişkin mali yeterlilik şartları aranmayabilecektir.

SerPK m. 48/3'te tüm yatırım ortaklıkları için, Tebliğ m. 5/4'te ise GSYO'lar için kuruluş ve dönüşümden sonraki tüm esas sözleşme değişikliklerinin Kurul'un uygun görmesine bağlı olması zorunluluğu düzenlenmiştir¹⁰⁶.

Yukarıda ifade edilen kuruluş ya da dönüşüm şartları dikkate alınarak yapılan ve asgarî olarak; ortaklığın yatırım yapmayı planladığı sektörler, yatırım stratejisi, yatırımdan çıkış süresi, hedefleri, sermaye artırımları ile halka arzın veya nitelikli yatırımcıya satışın gerçekleştirilmesinin plânlandığı dönemler, plânlanan sermaye artırımlarının tutarları, alınacak veya verilecek danışmanlık hizmetlerinin kapsamına ilişkin bilgileri de içerecek şekilde hazırlanmış fizibilite etüdünü de içeren başvuru, Kurul tarafından SerPK ve Tebliğ hükümlerine göre incelenir. Kurul tarafından söz konusu başvuru uygun görülürse; kuruluşta kuruluşun, dönüşümde ise esas sözleşme değişikliklerinin onaylanması talebi ve sermayenin Tebliğ hükümlerine uygun olarak ödenmiş olduğunu gösterir belgeler ve gerekli diğer belgeler ile birlikte Ticaret Bakanlığı'na başvurulması gerekir (Tebliğ madde 8/2). Kuruluş işlemlerinde esas sözleşmenin konuya ilişkin Kurul izninin tebellüğ edildiği tarihi müteakip en geç otuz gün içinde ticaret siciline tescil ettirilmesi, dönüşüm işlemlerinde ise esas sözleşme değişikliğinin onaylanacağı genel kurulun, konuya ilişkin Kurul izninin tebellüğ edildiği tarihi müteakip en geç otuz gün içinde gerçekleştirilmesi ve genel kurul kararının genel kurul toplantısını takip eden en geç on beş gün içerisinde ticaret siciline tescil ettirilmesi zorunludur. GSYO'lar kuruluş esas sözleşmesinin veya dönüşüme ilişkin genel kurul kararının ticaret siciline tesciline ve TTSG'de ilanına ilişkin belgeleri, ilan tarihini takip eden altı iş günü içinde Kurul'a göndermelidir (Tebliğ madde 8/5).

¹⁰⁶ TTK m. 333'e dayanılarak Ticaret Bakanlığı tarafından çıkarılıp 15.11.2012 tarihli ve 28468 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Kuruluş ve Esas Sözleşme Değişiklikleri İşlemleri Bakanlık İznine Tâbi Şirketlere İlişkin Tebliğ'in 5. maddesine göre Sermaye Piyasası Kanunu'na tâbi şirketlerin –bu bağlamda GSYO'ların da- esas sözleşme değişiklikleri kanunun emredici hükümlerine aykırılık olup olmadığı bakımından TB tarafından da incelenecektir.

c. Yönetime İlişkin Esaslar

Tebliğ m. 17 f. 1 uyarınca GSYO yönetim kurulu, Kurul düzenlemelerine ve TTK'nin ilgili hükümlerine göre seçilir ve görev yapar. GSYO yöneticilerinin, diğer bir deyişle yönetim kurulu üyeleri ve genel müdürün taşınması gereken nitelikler, Tebliğ'de yer almaktadır. Tebliğ m. 17 f. 2'ye göre yönetim kurulunun seçimi ve görevlerine ilişkin olarak Kurul'un düzenlemelerine ve TTK'nin ilgili hükümlerine riayet edilecektir. Bu noktada normlar hiyerarşisine dikkat edilmesi gereği gözden kaçırılmamalıdır.

GSYO'da görev yapacak olan yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün, ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan arı olarak sağlanması ve taahhüt edilen sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması şartı dışında GSYO kurucuları için Tebliğ'in 6. maddesinde aranan şartlara sahip olması gerekmektedir. Bu şartların yanı sıra, TTK Tasarısı'nın ilk hâlinde sermaye şirketi yöneticileri için (genel müdür dışında) öngörüldüğünün benzeri şekilde¹⁰⁷, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun ve genel müdürün dört yıllık yükseköğrenim kurumlarından mezun olmuş olmaları ve ortaklığın faaliyet konusunu yakından ilgilendiren hukuk, bankacılık, finans, girişimcilik, işletmecilik, sanayi ve ticaret gibi alanlarda yönetim kurulu üyeleri için en az üç yıllık, genel müdür içinse en az beş yıllık tecrübeye sahip olmaları zorunluluğu düzenlenmiştir. Ayrıca genel müdürün ortaklık portföyündeki girişim sermayesi yatırımlarında icrai nitelikte görev alabilmesine; başka kurum ve kuruluşlarda ise icrai nitelikte olmaması ve ortaklıktaki görevinin ifasında zafiyete neden olmaması kaydıyla, yönetim kurulu üyeliği yapabilmesine Tebliğ'in 18. maddesinin 3. fıkrasında izin verilmiştir.

Ayrıca, Tebliğ m. 17 f. 6'ya göre yönetim kurulu üyelerine TTK kapsamında uygulanacak müzakereye katılım yasağı yanında; yönetim kurulu üyeleri, girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin olanlar hariç olmak üzere, yönetim kurulunun alacağı kararlarda taraf olan kimselerden Kurul'un kurumsal yönetim düzenlemelerine

¹⁰⁷ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, No. 12-11, s. 227.

kapsamında bağımsız olmaması durumunda, bu durumu gerekçeleri ile birlikte yönetim kuruluna bildirmek ve her hâlükârda toplantı tutanağına işletmekle yükümlüdür.

d. GSYO’da Payların Türü, Niteliği ve Devri

GSYO’da ortaklık payları, nama ya da hamiline yazılı olarak ihraç edilebilir. Söz konusu paylarını halka arz eden GSYO’ların yönetim kurulu üye sayısının salt çoğunluğunu aday gösterme imtiyazı veren paylar dışında imtiyaz veren herhangi bir pay ihraç etmeleri Tebliğ’in 15. maddesi ile yasaklanmıştır¹⁰⁸. Halka açılma sonrasında ise yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazını içermek üzere imtiyaz yaratılmasına izin verilmemiştir. Ayrıca yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı (TTK m. 360), imtiyazlı paya kamu kurum ve kuruluşlarının sahip olması durumu dışında, Kurul’un belirlediği esaslar çerçevesinde kurul düzenlemeleri uyarınca hazırlanmış finansal tablolara göre –faaliyetlerinin makul ve zorunlu kıldığı hâller dışında- üst üste beş yıl dönem zararı eden halka açık ortaklıklarda Kurul kararı ile kaldırılabilir¹⁰⁹.

GSYO’da payların devrine ilişkin düzenlemeler Tebliğ’in 16. maddesinde yer almaktadır. Bu maddeye göre halka arzdan veya nitelikli yatırımcıya satıştan önce ortaklık sermayesinin yüzde on ve daha fazlasını temsil eden payların devirlerinde ve herhangi bir orana bakılmaksızın imtiyazlı payların devirlerinde Kurul’dan izin alınmalıdır. Buna aykırı olarak gerçekleştirilen pay devirlerinin pay defterine kaydedilmesi yasak olup şayet kaydedilmişse yapılan bu kayıtlar da hükümsüz

¹⁰⁸ İmtiyaz, TTK m. 478’de “kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi haklarda, paya tanınan üstün bir hak veya kanunda öngörülmemiş yeni bir pay sahipliği hakkı” olarak tanımlanmıştır. Her ne kadar TTK m. 478/3’te TTK m. 360 hükmü saklı tutulmuşsa da Tebliğ m. 15/1’e göre aday gösterme imtiyazının yaratılmasında TTK m. 360 hükmü uygulanmayacaktır. Böylece bu bağlamda imtiyazın paya bağlı olduğu ilkesi korunmuştur.

¹⁰⁹ Tebliğ m. 15/2 hükmü, SerPK m. 28/2’nin neredeyse aynen tekrarıdır. Ancak iki hüküm yürürlük tarihi açısından farklılık arz etmektedir. Beş yıl zarara ilişkin Tebliğ m. 15/2 hükmü, Tebliğ m. 40 dolayısıyla Tebliğ’in yayım tarihi olan 9.10.2013 tarihinde yürürlüğe girmiştir. SerPK m. 28 ise SerPK Geçici m. 8/6 uyarınca beş yıllık sürenin hesaplanması SerPK’nin yayımlanması (30.12.2012) ile başlatıldığı için 30.12.2017 tarihinden itibaren hüküm doğurabilecektir. Tekinalp, (Poroy ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 564.

olacaktır¹¹⁰. Bu yeni ortakların ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması şartı dışında GSYO kurucuları için zorunlu olan şartları taşıması gerekmektedir.

Halka arzdan veya nitelikli yatırımcıya satıştan sonraki dönemde ise yönetim kontrolünün elde edilmesini sağlayan imtiyazlı payların devri için Kurul'dan izin alınmalıdır (Tebliğ madde 16/2). Buna aykırı olarak gerçekleştirilen pay devirleri de pay defterine kaydolunmayacak ve hatta yapılan kayıtlar da hükümsüz olacaktır. Yine bu paylara sahip olan ortakların, ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması şartı dışında GSYO kurucuları için zorunlu olan şartları taşıyamaması durumunda yönetim kontrolü sağlayan paylarını, şartları sağlayamadıkları tarihten itibaren en geç üç ay içinde elden çıkarması zorunludur (Tebliğ madde 16/3). Eğer yönetim kontrolünün elde edilmesini sağlayan imtiyazlı payların devrinde imtiyazlı payları devralacak ortaklar için zorunlu pay alım teklifi zorunluluğu doğarsa, söz konusu ortakların diğer ortakların paylarını satın almayı sağlayacak mali güce sahip olması gerekmektedir. Bu noktada Kurul'un pay alım teklifi zorunluluğundan muafiyete dair hükümler Tebliğ'in 16. maddesinde saklı tutulmuştur.

Lider sermayedarın GSYO'daki payını devri Tebliğ'de özel olarak düzenlenmiştir. Bu düzenlemeye göre lider sermayedar, ortaklıkta imtiyazlı pay bulunmaması halinde ortaklıkta yönetim kontrolünü sağlayan payları; ortaklıkta imtiyazlı pay bulunması halinde ise yönetim kontrolü sağlayan imtiyazlı payların çoğunluğu da dahil olmak üzere, sermayenin asgarî yüzde yirmi beşi oranındaki payları Tebliğ'in 11. maddesinin birinci fıkrası uyarınca ulaşılması gereken asgarî halka açıklık oranını temsil eden payların halka arzında satış süresinin bitimini takip eden iki yıl boyunca bir başkasına devredemez. (Tebliğ madde 16/7). Anılan süre

¹¹⁰ TTK m. 499/4'te yer alan düzenlemeye göre pay defterine kaydın kurucu değil açıklayıcı bir işlevi vardır. Pay defterine yapılan kayıt sayesinde paysahipliği haklarını kimin kullanacağı anlaşılmakta ve paysahiplerine yapılacak bildirimlerde gerekli bilgiler sağlanmaktadır. Ünal Tekinalp, **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012, s. 96 vd.; Necdet Uzel, **Anonim Ortaklıkta Esas Sözleşmesel Bağlam**, İstanbul, 2013, s. 84-85.

dolduktan sonra ise söz konusu payları devralacak kişilerin lider sermayedara dair özel koşulları taşıması zorunluluğu yoktur.

e. GSYO'ların Faaliyetleri ve Yatırımlarına İlişkin Hususlar

GSYO'ların faaliyet kapsamı ve faaliyetlere ilişkin sınırlamalar Tebliğ'in 20. maddesinde düzenlenmiştir. Bu maddeye göre GSYO'lar, Tebliğ'de gösterilen esaslar çerçevesinde girişim sermayesi yatırımları yapabilecektir. Girişim sermayesi yatırımları haricinde ise borsada işlem gören veya görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına, borsada ters repo işlemlerine, Takasbank Para Piyasası işlemlerine ve yatırım fonu katılma payları ile Türk Lirası ve döviz cinsinden vadeli-vadesiz mevduat ve katılma hesabına yatırım yapabilmelerine, yatırım fonu katılma payları hariç sermaye piyasası araçlarının alım satımlarının borsa kanalıyla yapılması kaydıyla izin verilmiştir¹¹¹.

GSYO'lar ayrıca portföylerindeki girişim şirketlerinin yönetimine katılabilecekleri gibi¹¹² bu girişim şirketlerine danışmanlık ve BİAŞ Gelişen İşletmeler Piyasasında piyasa danışmanlığı hizmeti de verebileceklerdir. GSYO'ların ortak olabileceği şirketlere Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketleri ile yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketleri de dahildir.

GSYO'ların KOBİ Yönetmeliği'nde tanımlanan KOBİ şartlarını taşıyan girişim şirketleri lehine rehin ve teminat verilmesi ve ipotek tesis edilmesi ve ortaklığın portföyünde bulunan ya da bulunacak girişim şirketine yapılacak yatırımın

¹¹¹ Esas sözleşmede GSYO'nun faaliyet kapsamı, şartları ve işletme konusu düzenlenirken Tebliğ m. 20'deki sınırlamalara uygun hareket edilmelidir.

¹¹² Girişim şirketine yönetime katılmaya ilişkin paysahipleri sözleşmesi hükümleri için bkz. bölüm III, A-2.

finansmanında, bu girişim şirketlerinde sahip olduğu ya da olacağı payların rehin ve teminat olarak verilmesine ilişkin sözleşme yapılması durumları dışında faaliyetlerini gerçekleştirmek amacı dahil olmak üzere üçüncü kişiler lehine, teminat vermesi, kefil olması ve portföyündeki varlıklar üzerinde rehin ve ipotek tesis etmesi Tebliğ'in 20. maddesinin 2. fıkrasında yasaklanmıştır.

GSYO'ların, portföylerindeki girişim şirketlerine münhasıran işletme sermayesi olarak SerPK'nin örtülü kazanç aktarımı düzenlemesine¹¹³ aykırılık oluşturmayacak şekilde kısa vadeli finansman sağlamaları girişim sermayesi olarak nitelendirilmekten Tebliğ'in 20. maddesinin 3. fıkrasındaki düzenleme ile muaf tutulmuştur.

f. Girişim Şirketi ve Girişim Sermayesi Yatırımının Esasları

Tebliğ'de girişim şirketinin özellikleri belirtilmiş ve bu şirketlerin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gerektiği ifade edilmiştir. Ortaklıkların bu kapsamda, sadece anonim ve limited şirketlere destek olmasına izin verilmiştir¹¹⁴. Ayrıca ilk yatırım tarihinde limited şirket olan girişim şirketlerinin, ilk yatırımı aldıkları tarihten itibaren bir yıl içerisinde anonim şirkete dönüşmeleri de

¹¹³ Örtülü kazanç aktarımı SerPK'nın 21. maddesinde düzenlenmiş olup bu maddeye göre *halka açık ortaklıklar ve kolektif yatırım kuruluşları ile bunların iştirak ve bağlı ortaklıklarının; yönetim, denetim veya sermaye bakımından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkide bulundukları gerçek veya tüzel kişiler ile emsallerine uygunluk, piyasa teamülleri, ticari hayatın basiret ve dürüstlük ilkelerine aykırı olarak farklı fiyat, ücret, bedel veya şartlar içeren anlaşmalar veya ticari uygulamalar yapmak veya işlem hacmi üretmek gibi işlemlerde bulunmak suretiyle kârlarını veya malvarlıklarını azaltarak veya kârlarının veya malvarlıklarının artmasını engelleyerek kazanç aktarımında bulunmaları* örtülü kazanç aktarımı olarak tanımlanmış ve yasaklanmıştır.

¹¹⁴ GSYO'ların girişim sermayesi yatırımı yapabileceği şirketlerin anonim ve limited şirketler ile sınırlanmasında yatırımların kurumsallaşması ve sürdürülebilirliği dikkate alınmış olmalıdır. Bu iki şirket türü de birer sermaye şirkettir. Bu tür şirketlerde şahıs şirketlerinden farklı olarak; sermayenin korunması ilkesinin katı bir biçimde uygulanması, ortakların değil ortaklığın organlarının idare, temsil ve denetim işlevlerini yerine getirmesi, ortaklığı girme ve çıkmanın daha kolay olması ve ortağın ölümü ya da iflâsı dolayısıyla ortaklığın sona ermemesi sayesinde GSYO tarafından yapılan yatırımların daha profesyonel, verimli ve sürdürülebilir şekilde yürütülebilmesi sağlanabilecektir.

zorunlu tutulmuştur¹¹⁵. Bu kapsamdaki yükümlülüklerin yerine getirilmesinde, GSYO danışmanlık alıyor olsa bile GSYO yönetim kurulu ya da yönetim kurulu tarafından yetkilendirilmiş ise Murahhas üye sorumlu olacaktır.

GSYO'ların yapacağı girişim sermayesi yatırımları Tebliğ'in 21. maddesinin 3. fıkrasında belirtilmiştir. Bu fıkra göre GSYO'ların yapacağı şu işler, girişim sermayesi yatırımı olarak nitelendirilecektir:

- Girişim şirketlerine doğrudan veya Tebliğ'de tanımlanan yurtiçinde kurulu özel amaçlı şirketler¹¹⁶¹¹⁷ ve yurtdışında kurulu kolektif yatırım kuruluşları vasıtasıyla dolaylı olarak sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak veya girişim şirketlerinde kurucu olma¹¹⁸,
- Girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapma¹¹⁹,
- Yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla sadece Tebliğ'de tanımlanan girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan ve dolaylı olarak yatırım yapma,
- Diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına ve girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarına yatırım yapma¹²⁰,

¹¹⁵ Tebliğ'in 21 maddesinin ikinci fıkrası ile getirilen bu zorunlulukla girişim şirketlerinin, özellikle sonraki turlarda daha kolay yatırım alabilmesi amacıyla AO olarak faaliyet göstermesi benimsenmiştir.

¹¹⁶ Özel amaçlı devralma şirketleri ile girişim sermayesi arasındaki ilişkiye dair değerlendirme için bkz. Okutan Nilsson, **Birleşme Amaçlı Ortaklık**, s. 5 vd.

¹¹⁷ Anılan özel amaçlı şirketler, girişim sermayesi yatırımlarının finansmanında sıklıkla kullanılan borçla satın alma modelinin (*Leveraged buy-out*) uygulanmasına imkân sağlayacaktır. (<http://www.spk.gov.tr/Duyuru/Goster/201075/0>) (ET: 06.06.2018)

¹¹⁸ GSYO'nun girişim şirketi kurması ya da girişim şirketine ortak olarak iştirak etmesi ile yapılan tipik girişim sermayesi yatırımlarını ifade etmektedir. Girişim sermayesi yatırımının doğrudan GSYO tarafından yapılması yanında başka kolektif yatırım şirketleri aracılığıyla dolaylı olarak yapılması da girişim sermayesi yatırımı kabul edilerek girişim sermayesi yatırımlarının kapsamı genişletilmiştir.

¹¹⁹ GSYO, girişim şirketlerinin çıkardığı tahvilleri satın alarak bu kapsamda girişim sermayesi yatırımı yapabilecektir.

¹²⁰ GSYO'ların diğer GSYO'ların paylarını satın almaları bu duruma örnek olarak verilebilir. Böylece girişim sermayesi yatırımı piyasası aktörleri birbirlerini destekleyerek piyasası sağlıklı bir şekilde büyütebileceklerdir.

- BİAŞ Gelişen İşletmeler Piyasasında (GİP)¹²¹ işlem gören şirketlerin paylarına yatırım yapma¹²²,
- Girişim şirketi niteliğindeki halka açık şirketlerin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapma,
- Girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman sağlama,
- Esas sözleşmelerinde belirlenen faaliyet alanları sadece Tebliğ’de tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapma amacı ile sınırlandırılmış olan yurtiçinde kurulu özel amaçlı anonim şirketlere ortak olma.

g. GSYO’larda Portföy Sınırlamaları

GSYO’ların yönetim kontrolüne sahip olan ortaklarının, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün yönetim kontrolüne sahip oldukları şirketlere yatırım yapmaları Tebliğ’in 22/1(a) bendi ile yasaklanmıştır. Ancak bu kişilerle birlikte, ilişkili taraf olmayan şirketlere eş anlı yapılan yatırımlar, bu kapsamda değerlendirilmeyecektir.

Ortaklıkların girişim sermayesi yatırımlarının, GSYO aktif toplamının en az yüzde elli birini teşkil etmesi zorunludur. KOBİ Yönetmeliği’nde tanımlanan KOBİ şartlarını taşıyan girişim şirketlerine doğrudan yapılan yatırımların tutarının GSYO aktif toplamının yüzde beşini geçmesi halinde, bu oran yüzde otuz beş olarak uygulanacaktır. Bu düzenlemeler ile GSYO’ların girişim sermayesi yatırımları dışındaki faaliyetlerine başka bir sınırlama daha getirilmektedir.

¹²¹ Gelişen İşletmeler Piyasası, gelişme ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak amacıyla ihraç edecekleri menkul kıymetlerin şeffaf ve düzenli bir ortam işlem görebilmesi amacıyla Borsa İstanbul bünyesinde kurulmuştur. GİP’te SPK tarafından kayda alınmış, ancak Borsa’da kotasyon şartlarını sağlamayan şirketlerin payları işlem görmektedir. Bu piyasada söz konusu şirketlerin bir yandan sermaye sağlarken diğer yandan kendilerini daha iyi tanıtabilmeleri, hem yatırımcılar nezdinde hem de faaliyet gösterdikleri pazarlarda bilinirlikleri artırmaları hedeflenmektedir. (<http://www.borsaistanbul.com/sss/gelisen-isletmeler-piyasasi-gip>) (ET: 06.06.2018)

¹²² Henüz Borsa’ya kote edilme şartlarını taşımayan bu şirketler, nitelikleri itibarıyla girişim şirketlerine benzemektedir. Bu nedenle bu şirketlerin paylarına yapılan yatırımların girişim sermayesi yatırımı kabul edilmesi isabetli olmuştur. GİP Listesine kabul şartları için bkz. <http://www.borsaistanbul.com/sss/gelisen-isletmeler-piyasasi-gip> (ET: 06.06.2018)

Girişim sermayesi yatırımları dışında portföylerini çeşitlendirmek amacıyla, borsada işlem gören veya görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına, borsada ters repo işlemlerine, Takasbank Para Piyasası işlemlerine ve yatırım fonu katılma payları ile TL ve döviz cinsinden vadeli-vadesiz mevduat ve katılma hesabına yatırım yapılırken, tek bir ihraççının ihraç etmiş olduğu sermaye piyasası araçlarına GSYO aktif toplamının en fazla yüzde onu oranında yatırım yapılabilecektir (Tebliğ madde 22/1-c). Benzer şekilde, Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olunması ya da yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olunması hallerinde bu şirketlere, GSYO aktif toplamının en fazla yüzde onu oranında iştirak edilebilecektir.

GSYO tarafından, Tebliğ'in 20. maddesinde izin verilen durumlarda verilebilecek rehin, teminat ve ipoteklerin tutarı GSYO aktif toplamının yüzde onunu geçemeyecek ve bir girişim şirketi yararına verilen ve tesis edilen rehin, teminat ve ipoteklerin tutarı ilgili girişim şirketine sağlanan girişim sermayesi yatırımı tutarının yüzde yirmi beşini aşamayacaktır.

GSYO'nun, yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla sadece Tebliğ'de tanımlanan girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan ve dolaylı olarak yatırım yapması durumunda yurtdışında kurulu kolektif yatırım kuruluşlarına en fazla GSYO aktif toplamının yüzde kırk dokuzu oranında yatırım yapabilecektir ve her hâlükârda bu girişim sermayesi yatırımı, ilgili kuruluşun sermayesinin yüzde yirmisini aşamayacaktır. Ortaklık tarafından girişim şirketi niteliğindeki halka açık şirketlerin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapılması durumunda ise bu yatırım en fazla GSYO aktif toplamının yüzde yirmi beşi oranında olabilecektir.

GSYO'lar portföylerini döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korumak amacıyla, esas sözleşmelerine hüküm koymak şartıyla türev araçlara da taraf olabileceklerdir (Tebliğ madde 22/1-g).

GSYO'ların girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman sağlamaları durumunda, en fazla olarak GSYO aktif toplamının yüzde yirmi beşi oranında yatırım yapabilmelerine izin verilmiştir. Eğer GSYO, Türk Lirası ve döviz cinsinden vadeli ya da vadesiz mevduat ve katılma hesabına yatırım yapacaksa bu yatırımın tutarı GSYO aktif toplamının en fazla yüzde yirmisine ulaşabilecektir (Tebliğ madde 22/1-ı).

Yukarıda ifade edilen portföy sınırlamalarına ilişkin yükümlülüklerin yerine getirilmesinden GSYO yönetim kurulunun ya da yönetim kurulu tarafından yetkilendirilmişse ilgili murahhas üyenin sorumlu tutulacağı ve bu sorumluluğun GSYO danışmanlık alıyor olsa bile bu kişiler üzerinde devam edeceği Tebliğ'de düzenlenmiştir. Tebliğ'in 24. maddesinde, portföy sınırlamalarına aykırılık oluşması durumunda alınacak tedbirler, bunların süreleri ve yaptırımlar düzenlenmiştir.

h. GSYO'larda Yatırım Sözleşmeleri

GSYO ile girişim şirketlerinin yönetim kontrolüne sahip mevcut ortakları arasında imzalanacak bir pay sahipliği sözleşmesi ile GSYO'ların girişim şirketlerinde ortaklık hakkına sahip olmasını sağlayan girişim sermayesi yatırımları yapılabilecektir. Bu tür yatırım sözleşmeleri öğretide paysahipleri sözleşmelerinin bir alt türü olarak ifade edilmektedir¹²³.

Tebliğ'in 23. maddesinde yukarıda ifade edilen pay sahipliği sözleşmesinin zorunlu ve seçimlik içeriği düzenlenmiştir¹²⁴. Bu düzenlemeye göre sözleşmede

¹²³ Katherine Reece Thomas ve Chris Ryan, **The Law and Practice of Shareholders' Agreements**, Birleşik Krallık: Butterworths Law LexisNexis, 2009, s. 17.

¹²⁴ 1993'de çıkarılmış olan önceki tebliğin 22. maddesinde yatırım sözleşmelerinin içeriği çok ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. Daha sonra çıkarılan 1998 tarihli tebliğin 20. maddesinde ise yatırım

girişim şirketinin yönetimi ile GSYO'nun ve girişim şirketinin mevcut ortaklarının hak ve yükümlülüklerinin zorunlu olarak yer alması gerekmektedir. GSYO'nun girişim şirketinden kısmî ya da tam çıkış olanakları, ön alım, birlikte satış, satışa katılma, temettü politikası, pay satım ya da alım opsiyonları gibi hususlar da bu pay sahipliği sözleşmesinde yer verilebilecek, tarafların sözleşme özgürlüğü çerçevesinde özgür iradelerine bırakılmış zorunlu olmayan hususlar olarak zikredilmiştir. Ayrıca, GSYO, borç ve sermaye finansmanı karması bir yatırım yapacaksa bu finansmana ilişkin hususlar ve tarafların hak ve yükümlülüklerini tespit eden bir sözleşmenin düzenlenmesi de zorunludur.

Yatırım sözleşmelerinde özellikle; girişimci tarafın ya da girişim şirketinin maddî ve gayri maddî malvarlığının¹²⁵ (marka, patent, telif hakları, sınai haklar gibi) 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, paysahiplerine 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 almaktadır¹²⁶.

Tebliğ m. 23 f. 3 ise GSYO'nun girişim şirketinin sermayesini temsil eden tüm payları iktisap etmesi ya da yönetim kontrolünü sağlaması durumunu düzenlemekte ve bu durumda pay sahipliği sözleşmesi imzalanmasının zorunlu olmadığını; TTK'de pay devrine ilişkin hükümler saklı kalmak kaydıyla, bir pay devri sözleşmesi imzalaması ve bunun Kurul'a ulaştırılması gerektiğini öngörmektedir.

sözleşmelerinin içeriği olarak sadece “*girişim şirketinin yönetimi hususu başta olmak üzere ortaklığın ve girişim şirketinin hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi*” zorunlu tutulmuştur.

¹²⁵ Ayni sermaye olarak konabilecek gayri maddi malvarlığı haklarının tespitinde izlenecek yöntem ve aranacak şartlara ilişkin ayrıntılı inceleme için bkz. Mehmet Aslan, **Fikri Mülkiyet Haklarının Anonim Şirketlere Ayni Sermaye Olarak Getirilmesi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 113 vd.; Fülürya Yusufoğlu, **Anonim Şirketlerde Gayri Maddi Hakların Sermaye Olarak Konulması**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016, s. 21 vd.

¹²⁶ Uludağ, s. 70.

i. Kamuyu Aydınlatmaya ve Kurul’a Bildirime İlişkin Esaslar

Kamuyu aydınlatma ilkesi, anonim ortaklıklara hakim olan ilkelere biridir¹²⁷. Bu ilke sayesinde ortaklıkların mevcut ya da gelecekteki pay ve menfaat sahipleri, ortaklıkların faaliyetleri hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olarak korunmaktadır¹²⁸. SerPK’nin ikinci bölüm ikinci kısmında “Kamunun Aydınlatılmasına İlişkin Esaslar” düzenlenmiştir.

Tebliğ m. 31 f. 1’de GSYO’ların hangi işlemlere ilişkin hangi bilgi ve belgeleri Kurul’a iletmesi gerektiği düzenlenmiştir. Bildirim yükümlülüklerine ilişkin esaslar ise Tebliğ’in 32. maddesinde ayrıntılı olarak ifade edilmiştir. Aynı maddenin ikinci fıkrasında ise GSYO’ların, SerPK’nin özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kamuya açıklamakla yükümlü oldukları hususlara ek olarak hangi işlemleri ve kararları KAP’ta ilan edecekleri belirtilmiştir¹²⁹.

GSYO’lar için kamuyu aydınlatma yükümlülüğü özel bir önemi haizdir. GSYO’nun ve tipik olarak yüksek risk içeren yatırımlarının maruz kalabileceği tehlikelerin önceden tespit edilerek önlenmesi kamuyu aydınlatma yükümlülüğü çerçevesinde bazı bilgi ve belgelerin açıklanması ile sağlanabilecektir.

j. GSYO Statüsünün Sona Ermesi

Payları borsada işlem gören bir ortaklığın, GSYO statüsünden çıkabilmesi için öncelikle buna ilişkin bir genel kurul kararı ile esas sözleşmesini değiştirmesi gerekir

¹²⁷ Güzin Üçışık ve Aydın Çelik, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2013, s. 61 vd.; Poroy/Tekinalp, (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 288.

¹²⁸ Poroy/Tekinalp, (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 288.

¹²⁹ Örnek olarak, Egeli & Co Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi’nin GSYO statüsünden çıkmasını öngören genel kurul kararına dair KAP’a yaptığı bildirim için bkz. <https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/662686> (ET: 06.06.2018)

(Tebliğ madde 35/1). Bu esas sözleşme değişikliğinin yapılmasına Kurul tarafından uygun görüş verilebilmesi için, genel kurul toplantılarında GSYO statüsünden çıkma sonucunu doğuracak esas sözleşme değişiklikleri için olumlu oy kullanan ortaklar dışındaki tüm ortakların sahip oldukları payların, statüden çıkma hakkındaki yönetim kurulu kararına ilişkin özel durum açıklamasının kamuoyuna ilan edildiği tarihten önceki otuz günlük ve altı aylık dönem içinde oluşan, günlük ağırlıklı ortalama borsa fiyatlarının ortalamalarından yüksek olanı ile satın alınacağı yönünde bir pay alım teklifinin yapılması Tebliğ m. 35 f. 1 ile zorunlu tutulmuştur.

Ortaklık yönetim kurulunca, en azından, GSYO statüsünden çıkılmasına ilişkin gerekçeleri, ortaklığın statüden çıktıktan sonraki faaliyet konusunu, projeksiyonlarını, statüden çıkışın ortaklığa etkilerinin analizini içeren bir rapor hazırlanmalı ve bu rapor Kurul'a yapılacak statüden çıkma başvurusu tarihinden geç olmamak üzere Tebliğ m. 35 f. 2 uyarınca KAP'ta ilan edilmelidir.

Statüden çıkışa ilişkin genel kurul kararının bir sonucu da payları borsada işlem gören GSYO'ların, girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkışlarında statüden çıkmaya ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin ortaklık genel kurulunca onaylandığı tarih itibarıyla, mevcut sermayede yüzde on ve üzeri pay sahibi olan ortaklar ile pay sahipliği oranına bağlı olmaksızın yönetim kontrolünü elinde bulunduran ortakların sahip oldukları payları, statüden çıkışa ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin tescil edildiği tarihten itibaren bir yıl süreyle tescil işleminin gerçekleştiği tarihteki borsa ikinci seans kapanış fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satamamalarıdır. Söz konusu kişilerin borsa dışında satacakları payları alanlar da bu sınırlamaya tâbidir ve bu kişilerin GSYO'nun paylarının statüden çıkışa ilişkin esas sözleşme değişikliklerinin tescil edildiği tarihten sonra edindiği ortaklık payları, satış yasağının kapsamında değerlendirilmeyecektir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkılmasına ilişkin SPK izninin GSYO tarafından tebellüğ edildiği tarihi takip eden üç ay içerisinde, girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkma sonucunu doğuracak esas sözleşme değişikliklerinin ortaklık genel kurul toplantısında karara bağlanmaması halinde,

girişim sermayesi yatırım ortaklığı statüsünden çıkılmasına ilişkin Kurul izni geçersiz hâle gelecektir.

Tebliğ m. 35 f. 6 ile GSYO statüsünden çıkmak üzere yapılan işlemlerin ayrılma hakkı doğurmayacağı düzenlenmiştir ve statüden çıkmaya ilişkin yapılacak işlemlerden, Tebliğ m. 35 f. 6 uyarınca GSYO yönetim kurulu veya yönetim kurulunca yetkilendirilmiş olması durumunda ilgili Murahhas üye sorumlu olacaktır.

k. GSYO'ların Tabi Olduğu Vergisel Muafiyetler

Girişim sermayesi yatırımlarının GSYO'lar vasıtasıyla yapılmasını teşvik etmek isteyen yasakoyucu birtakım vergisel avantajlar düzenlemiştir.

Öncelikle, Tebliğ'de kurulma ya da dönüşme yoluyla AO olarak örgütlenmesi öngörülen GSYO'ların, bir AO olarak kurumlar vergisi mükellefi olmaları gerekirken, Kurumlar Vergisi Kanunu¹³⁰ m. 5/d-3'te yer alan düzenleme ile GSYO'nun kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir. Aynı maddenin ilk fıkrasına göre de girişim sermayesi yatırımlarına sermaye sağlayan şirketlerin tam mükellefiyete tâbi girişim sermayesi yatırım fonu katılma payları ile GSYO'ların pay senetlerinden elde ettikleri kâr payları kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Ayrıca Bakanlar Kurulu'nun 12.01.2009 ve 2009/14594 sayılı Kararnamesi¹³¹ ile KVK'nın 15. maddesine göre dağıtılsın ya da dağıtılmasın GSYO'ların kazançları üzerinden yapılacak stopaj kesintisi oranı yüzde sıfır olarak belirlenmiştir.

Vergi Usul Kanunu¹³² 'na 31.05.2012'de¹³³ getirilen 325/A maddesi ile şirketlerin SPK'nin düzenleme ve denetimine tâbi olarak Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan GSYO'lara sermaye olarak konulması amacıyla, ilgili dönem

¹³⁰ 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu, RG 21.06.2006 t. ve 26205 S.

¹³¹ RG 03.02.2009 t. ve 27130 S.

¹³² 213 sayılı Vergi Usul Kanunu, RG 10-12.01.1961 t. ve 10703-1005 S.

¹³³ 6322 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, RG 15.06.2012 t. ve 28324 S.

kazancından veya beyan edilen gelirden girişim sermayesi fonu ayırmalarına ve bu fonun vergiden muaf olmasına dair vergisel düzenleme yapılmıştır. Bu düzenlemeye göre şirket tarafından ayrılan söz konusu fon, kurum kazancının veya beyan edilen gelirin yüzde onunu ve öz sermayenin yüzde yirmisini aşamayacak ve girişim sermayesi fonu olarak ayrılan bu tutarlar pasifte geçici bir hesapta tutulacaktır. Şirketler tarafından, fonun ayrıldığı yılın sonuna kadar GSYO'lara veya girişim sermayesi yatırım fonlarına yatırım yapılmaması halinde, zamanında tahakkuk ettirilmeyen vergiler gecikme faizi ile birlikte tahsil edilecektir. Bu fon; amacı dışında herhangi bir suretle başka bir hesaba nakledilmesi, işletmeden çekilmesi, ortaklara dağıtılması, dar mükelleflerce ana merkeze aktarılması veya işin terki, işletmenin tasfiyesi, devredilmesi, bölünmesi ya da girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının hisse senetlerinin veya girişim sermayesi yatırım fonu katılma paylarının elden çıkarılmasından itibaren altı ay içinde bu maddede belirtilen amaçla yeniden kullanılmaması halinde, bu işlemlerin yapıldığı veya sürenin dolduğu dönemde şirketler vergiye tabi tutulacaktır. Bu düzenlemenin uygulanmasına ilişkin usul ve esasların Maliye Bakanlığı tarafından düzenlenmesi öngörülmüştür. Bu çerçevede Maliye Bakanlığı tarafından çıkarılan 7 Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği¹³⁴ ile bu istisnanın ayrıntıları ve hesaplama yöntem ve örnekleri açıklanmıştır.

I. Değerlendirme

GSYO'ların Türkiye'de tâbi olduğu hukuk ve örgütlenme biçiminin yerli ve yabancı yatırımcıların yatırım kararları üzerinde yadsınamaz bir etkisi vardır. Özellikle küresel piyasaların hızla geliştiği günümüzde girişim sermayesi yatırımlarına yönelik hukukî düzenlemelerin de bu değişime uyum sağlaması gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında GSYO'ların münhasıran GSYO unvanını kullanma yetkisi ve vergi avantajı sağlama gibi özellikleri yatırımcı açısından caziptir. Ayrıca bir AO olarak örgütlenmesi sayesinde yatırımcılarının paysahipliği haklarından yararlanması ve böylece sözleşmesel güvenceye nazaran daha üst bir derecede korunması hukukî düzenlemelerin olumlu yanlarından biridir. Ancak

¹³⁴ 7 Nolu Kurumlar Vergisi Genel Tebliği RG 31.12.2012 t. ve 28514 Mük. 4. S.

GSYO'ların özellikle uluslararası piyasadaki fonlardan girişim sermayesi sağlayabilmesi için girişim sermayesi piyasasında hukukî öngörülebilirlik olması ve münhasıran GSYO'ların çağcıl hukukî yapılandırmaya tâbi olması gerekmektedir.

Hukukî öngörülebilirliğin sağlanması hususunda öncelikle dikkate alınması gereken nokta GSYO'ların ve girişim sermayesi hukukunun esaslarının kolayca ve hızlı bir biçimde değiştirilebilen SPK tebliğleri yerine yasayla düzenlenmesi gereğidir. Sadece uygulamasal ayrıntıların tebliğler gibi ikincil hukukî düzenlemelerle belirlenmesi isabetli olacaktır.

Türkiye'deki GSYO örgütlenmesinin, çağcıl dünya piyasalarında girişim sermayesi yatırımlarına özgülenmiş girişim sermayesi şirketlerine uyumlaştırılması gereği de ortaya çıkmaktadır. Özellikle Anglo-Sakson hukukunda yaygın olan girişim sermayesi yatırım şirketleri (yönetici şirketler) ile yönetilen fonların ayrıştığı; yatırımda ilkinin genel sınırsız sorumlu ortak (*general partner*), diğerinin ise sınırlı ortak (*limited partner*) olarak yer aldığı bir yapılanmanın kurulması özellikle yabancı fonların girişim sermayesi piyasasına GSYO'lar aracılığı ile iştirak etmesi açısından önem arz etmektedir.

Yukarıdaki değerlendirmeler ışığında Türkiye'deki GSYO'ların yeterince özelleşememiş yapıları nedeniyle yerli yatırımcılar için bir derecede cazip olsa da uluslararası yatırımcı ya da fonlar için yeterli derece cazip olmadığı anlaşılmaktadır. Girişimciliğe verilen önemin gittikçe arttığı bir dönemde bu hususlardaki hukukî iyileştirmelerin yapılması noktasında geç kalınmayacağı temenni edilmektedir.

BÖLÜM II: GİRİŞİM SERMAYESİ BAKIMINDAN PAYSAHİPLERİ SÖZLEŞMESİ

A. Girişim Sermayesinde Paysahipleri Sözleşmesinin İşlevleri

Girişim sermayesi yatırımları, özellikle çekirdek safhasında, yüksek bir risk taşımaktadır¹³⁵. Bu nedenle herhangi bir sermayedarın değil yüksek risk almaya cesaret edebilen girişim sermayesi yatırımcısının bu alanlarda yatırım yapması söz konusudur. Bu riski alan girişim sermayesi yatırımcısı, yatırım yaptığı şirkette payından doğan mali hakları ve yönetime katılma haklarını kullanıp verilen kararlar üzerinde etkili olmaya ve bu suretle şirketin değerini mümkün olan en yüksek değere çıkararak kazancını artırmaya çalışacaktır¹³⁶.

Girişim sermayesi yatırım aracı olan ve bu çalışmada incelenen GSYO'lar, girişimciler ile yaptıkları anlaşmalar sonucunda genellikle girişim şirketi paylarının yarısına ya da daha azına sahip olmaktadır¹³⁷. Bu pay oranı ile girişim şirketi genel kurulunda belirleyici olmak zordur. GSYO'nun bir paysahibi olarak yönetim kurulu üzerindeki etkisi ise sınırlıdır. Bu koşulların yanı sıra GSYO'ların girişim sermayesi yatırımından çıkması yani girişim şirketindeki paylarını devretmesi de kolay olmadığından menfaatlerini korumak üzere yeterince etkili olamadıkları ancak yapılan işlemlerin sonuçlarına katlanacakları bir yatırım ortamı doğmuş olacaktır.

Bu aşamada GSYO'nun bir paysahibi olarak, girişim şirketinde hakimiyetini sağlamak ve kararlardaki belirleyiciliğini artırmak üzere esas sözleşmesel düzenlemeler yapılmış olabilir. Ancak bu düzenlemeler, ortaklıklar hukukunun yapısı ve esas sözleşme içeriğinin yasaca sınırlı olarak düzenlenmiş olması nedeniyle

¹³⁵ Bkz. bölüm I, A-1-b.

¹³⁶ Arıcı ve Veziroğlu, s. 10.

¹³⁷ Christian Gross-Bölting, *Gesellschaftervereinbarungen in der Aktiengesellschaft*, Baden-Baden: Nomos, 2011, s. 41.

arzu edilen amaca ulaşmayı sağlayacak düzeyde olamayacaktır. Özellikle TTK m. 340 ile birlikte arzu edilen düzeni oluşturmak için esas sözleşmeden yararlanma olanağı neredeyse ortadan kaldırılmıştır¹³⁸. Bu amaçlara ulaşmak üzere uygulamada esas olarak kullanılan yöntem ise girişim sermayesi yatırımcısı ile girişim şirketinin diğer ortakları arasında paysahipleri sözleşmesi gibi harici sözleşmelerin yapılmasıdır¹³⁹. Böylece esas sözleşme düzeni dışında, GSYO'nun amaçlarına ulaşabileceği bir düzen kurulabilecektir. Şirkete yeni ortak olarak katılmayı tasarlayan ve sıklıkla payların çoğunluğuna sahip olmayacak bir yatırımcı durumundaki GSYO'nun, paysahipleri sözleşmesi yapmadan mevcut ya da kurulacak şirkete ortak olması isabetli olmayacaktır¹⁴⁰.

Yukarıda ifade edilen nedenlerle, girişim sermayesi yatırımlarında sıklıkla kullanılan paysahipleri sözleşmesinin, girişim şirketine ortak olan girişim sermayesi yatırımcısının iştirakini korumak ve zamanı geldiğinde yatırımdan çıkış yaparak kazancını garanti altına almak temel amaçlarına¹⁴¹ ulaşmayı sağlayan işlevleri aşağıda açıklanmaktadır:

1. Ortaklığın Stratejik Amacını Elde Etmesine Katkı

Girişim sermayesi yatırımlarında paysahibi sayısı genellikle azdır. Az sayıdaki bu paysahipleri de kısa vadede kâr elde edip ortaklıktan çıkma hesabı yapan spekülâtör yatırımcılar değil, ortaklığın kaderi ile yakından ilgilenen ve bu nedenle de sermaye ortaklığı olan anonim şirketin karakterini kişi ortaklığına yaklaştıran işletmeci paysahipleridir¹⁴². Bu tür ortaklıklarda paysahipleri, ortaklığın stratejik

¹³⁸ TTK m. 340'a ilişkin değerlendirmeler için bkz. bölüm II, B-2-a.

¹³⁹ Gross-Bölting, s. 42; Erdoğan Moroğlu, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarısı Taslağı, Değerlendirme ve Öneriler**, Ankara: Türkiye Barolar Birliği Yayınları, 4. Bası, 2006, s. 139.

¹⁴⁰ Esin ve Lokmanhekim, s. 72.

¹⁴¹ Sinan Yüksel, **Paysahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2003, s. 85.

¹⁴² Oy hakkından yararlanma bakımından paysahipleri işletmeci ve değişken (yatırımcı) paysahipleri olarak ikiye ayrılabilir. İşletmeci paysahipleri oy gücüne dayalı olarak AO'yu yönetmenin yanı sıra ortaklıkla doğrudan doğruya ilgilenen ve yönetimde görev alan paysahipleridir. Asuman Yılmaz, "Alman Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Hissedarın Oy Hakkı : Oy Hakkının Teorik Esasları",

hedeflerine ulaşması amacıyla karşılıklı dayanışma ve ortaklığı destekleme yükümlülüğü altına girmek istemektedir. TTK düzenlemeleri nedeniyle bu yöndeki düzenlemeleri esas sözleşme ile yapamayan paysahipleri¹⁴³, bu konularda paysahipleri sözleşmesi yapma yoluna başvurmaktadır¹⁴⁴.

2. Ortaklığın Yenilikçi Hedeflerine Ulaşmasına Destek İşlevi

Girişim sermayesi yatırımları ile kurulan girişim şirketleri, başlangıçta yüksek sermaye gerektirebilmekte ya da üretim, pazarlama veya diğer alanlarda yenilik sağlayan bir işleve sahip olabilmektedir. Girişim sermayesi yatırımlarının alelade türden bir şirket finansman yöntemi olmadığı, ülkelerin teknolojik gelişmelerine ve inovasyon olarak ifade edilen yenileşme hedeflerine¹⁴⁵ hizmet ettiği, yapılan birçok araştırmanın nitel ve nicel sonuçları ile açıkça ortaya konmaktadır¹⁴⁶. Bu işlevleri yerine getiren girişim şirketlerine paysahipleri sözleşmesinde yer alacak hükümler uyarınca girişim sermayesi yatırımcısı olan GSYO tarafından tecrübe aktarımı

İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S. 5, 2004, s. 68; Tekinalp, (Poroy ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 578; Sercan Uçar, **Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları**, İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2018, s. 126.

¹⁴³ Esas sözleşme ile paysahiplerine getirilebilecek yükümlülükler TTK m. 480/1 uyarınca (tek borç ilkesi) pay bedelinin ifa borcu ile sınırlıdır. Bunun yanı sıra bazı AO'lar, TTK m. 480/4'te açıkça verilen izin sayesinde paysahiplerini belli zamanlarda tekrarlanan ve para olmayan edimleri yerine getirme zorunluluğu ile yükümlü tutabilir. Tek borç ilkesinin istisnası olan bu yükümlülükler ikincil (tâli) yükümlülükler olarak adlandırılmaktadır. Ancak TTK m. 480/4'e göre ikincil yükümlülükler, payın devrinin AO'nun onayına bağlı olduğu durumlarda, yani bağlam şartının varlığı halinde geçerli olacaktır. Ünal Tekinalp, (Reha Poroy/Ersin Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2017, s. 94. Girişim sermayesi yatırımlarında tarafların üstlenecekleri yükümlülüklerin çoğu kez belli zamanlarda tekrarlanan türden olmaması ya da parasal nitelik taşıması nedenleriyle bu yatırım türünde ikincil yükümlülüklerden yararlanmak mümkün olmayacaktır.

¹⁴⁴ Gül Okutan Nilsson, **Anonim Ortaklıklarda Paysahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004, s. 76; Uçar, s. 128.

¹⁴⁵ Üretim yöntemlerinde, ürünlerde, kaynaklarda, organizasyonda ve pazarlamada inovasyon başta olmak üzere girişim sermayesi yatırımlarında gerçekleşen inovasyon türlerine ilişkin bilgi için bkz. Çolak, s. 21-22.

¹⁴⁶ Samuel Kortum ve Josh Lerner, "Assesing the Contribution of Venture Capital to Innovation", **The RAND Journal of Economics** C. 31, S. 4, 2000, s. 691; Plagge, s. 1. Kimi araştırmalarda ise girişim sermayesi yatırımlarının doğrudan yeni teknolojik gelişmeleri ortaya çıkarmadığı ancak zaten teknolojik gelişme yaratan şirketlere yatırım yapılması sayesinde dolaylı olarak teknolojik gelişmeleri olumlu yönde etkilediği tespit edilmiştir. Dirk Engel ve Marx Keilbach, "Firm-level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation", **Journal of Empirical Finance**, S. 15, 2007, s. 160; Henry Kressel ve Thomas V. Lento, **Investing in Dynamic Markets-Venture Capital in the Digital Age**, Büyük Britanya: Cambridge University Press, 2010, s. 216; Alexander A. Popov ve Peter Roosenboom, "Venture Capital and Patented Innovation, Evidence from Europe", **Economic Policy**, S. 27, 2012, s. 447.

yapılması veya fikri ve sınai haklara ilişkin idari prosedürlerde yardım edilmesi gibi yükümlülüklerin getirilebilmesi, girişim şirketinin yenilikçi hedeflerine ulaşmasında destek işlevi görecektir¹⁴⁷.

3. Ortaklık Yönetiminde Etkin Olma

Girişim şirketi daha kurulmadan önce bile bu şirketin yapısının, işleyişinin ve paysahipliği haklarının belirlenmesi hususunda şirketi kurmayı tasarlayan girişimciler ve GSYO, aralarında vardıkları uzlaşmayı paysahipleri sözleşmesi yaparak bağlayıcı hâle getirebileceklerdir¹⁴⁸. Kurucular tarafından ortaklığın yapılandırılmasına ilişkin olarak TTK’de izin verilmediği için yapılamayan birtakım düzenlemelerin paysahipleri sözleşmeleri ile yapılması yoluna başvurulabilmektedir¹⁴⁹.

Şirket paysahipleri arasında genellikle şirketin alacağı kararları etkileme anlamında bir eşitlik söz konusu değildir. Esas sözleşmede herhangi bir imtiyaz¹⁵⁰ öngörülmedikçe çoğunluk ilkesi yönetimde belirleyici olacak, genel kurulda karar alma ya da yönetim kuruluna üye seçme hususlarında yeterli ya da belirleyici miktarda paya sahip olan paysahipleri şirket yönetiminde etkili olacaktır. Payların yüzde 50-50 olarak dağıldığı durumlarda ise ortak kontrol söz konusu olacaktır. Çoğunluk ilkesinin yarattığı bu denge ancak yönetime katılmada imtiyaz ile değiştirilebilecektir¹⁵¹. Payların küçük oranlarda birçok ortağa dağıldığı durumlarda

¹⁴⁷ GSYO’ların yatırım yapabileceği şirketler birer AO olduğu için TTK m. 603 vd.ında limited şirketler için düzenlenen ek ödeme ve yan edim yükümlülükleri burada söz konusu olamayacaktır.

¹⁴⁸ Paysahipleri sözleşmelerinin bağlayıcılığına ilişkin inceleme için bkz. Bölüm II, B-2-c.

¹⁴⁹ Okutan Nilsson, s.75-76; Hanife Öztürk Akkartal ve Çağla Kandıralıoğlu, “Şirketler Hukukunda Yan Sözleşmeler”, **İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı 2, 2016, s. 5. (www.jurix.com.tr) Örnekler için bkz. bölüm III, A.

¹⁵⁰ AO’larda imtiyazlı pay TTK m. 478 vd.ında düzenlenmiştir. Bu maddeye göre imtiyaz, *paya tanınan üstün veya kanunda öngörülmemiş yeni bir paysahipliği hakkıdır*. İmtiyazlı paylar esas sözleşmede belirtilmesi yoluyla kâr payı, tasfiye payı, rüçhan ve oy hakkı gibi hususlarda diğer (adi) paylara göre üstün bir hak ya da kanunda öngörülmemiş yeni bir paysahipliği hakkı tanımaktadır. Murat Besen, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 18; Esra Uysal, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 23 vd.

¹⁵¹ Yönetime katılma haklarında imtiyaz hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. Abuzer Kendigelen, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarına İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999, s. 39 vd., Ersin

ise tek başına etkili olmak için yeterli miktarda paya sahip olmayan ortaklar, paysahipleri sözleşmeleri akdetmek suretiyle güçlerini birleştirerek ortaklık yönetim ve işleyişine etki edebilecek güce ulaşabilmektedir. Bu amaçla yapılacak bir paysahipleri sözleşmesinde hem aynı yönde oy kullanma suretiyle şirket yönetiminde etkinlik sağlanacak hem de ortaklık yönetiminde elde edilen bu etkinliğin nasıl kullanılacağı belirlenebilecektir¹⁵².

Benzer şekilde, paysahipleri sözleşmesi akdedilerek şirket içindeki güç dengesinin sağlanması ve korunması mümkündür¹⁵³. Bilhassa pay gruplarının yönetime dair haklarının paysahipleri sözleşmesi ile düzenlenmesi yoluyla güç dengesi sağlanabilmekte¹⁵⁴; azlığın haklarının korunması gereken durumlarda mevcut ancak yetersiz mekanizmalara satma opsiyonu (*put option*)¹⁵⁵ gibi ekler yapılabilmektedir¹⁵⁶.

Hukukun ekonomik analizi alanında yapılan çalışmalar da ekonomik gelişme için uygun hukuk kurallarının önemine vurgu yapmakta¹⁵⁷, özellikle girişim sermayesi yatırımlarında kullanılacak paysahipleri sözleşmesi ile esas sözleşmede yaratılan katı düzenin esnetilerek her iki yatırım tarafı açısından da şirketin kontrolü başta olmak üzere birçok açıdan daha elverişli bir ortamın yaratılabileceğini ifade etmektedir¹⁵⁸.

Çamoğlu, **6102 Sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili**, Halil Arslanlı Bilim Arşivi, 2011. <http://arslanlibilimarsivi.com/sites/default/files/makale/ErsinCamoglu-Anonim-Ortaklik-Yonetim-Kurulunda-Belirli-Gruplarin-Temsili.pdf> (ET: 15.06.2018)

¹⁵² Okutan Nilsson, s.78.

¹⁵³ Ayoğlu, s. 176 ve s. 197.

¹⁵⁴ Bürgi, Art. 692 N. 39 aktaran: Okutan Nilsson, s. 77.

¹⁵⁵ Alım ve satım opsiyonlarına dair bilgi için bkz. bölüm III, B-2-C.

¹⁵⁶ Okutan Nilsson, s.77.

¹⁵⁷ Bünyamin Gürpınar, “Hukuk ve Ekonominin Ortak Temelleri, ‘Hukuk ve Ekonomi’ Akımı”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 20, 2008, s. 166.

¹⁵⁸ Joseph A. McCahery ve Erik P. M. Vermeulen, **Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting**, ECGI Working Paper 213, 2013, s. 4. (http://ssrn.com/abstract_id=2215896) (ET: 06.05.2018)

4. Ortaklığın İstenmeyen/Yabancı Kişilerin Kontrolüne Girmesinin Önlenmesi

Genel olarak, ortaklığın bir aile ortaklığı olması ya da paysahiplerinin birbirini tanıyan kapalı bir grup oluşturması gibi durumlarda ortaklığa yabancı paysahiplerinin girmesi tercih edilmemektedir. Bu noktada şirket kazancının yabancı kişiler ile paylaşılacak istenmemesi ya da şirketin ele geçirilmesi ihtimali yaratacak pay devirlerinin engellenmesi istenebilmektedir¹⁵⁹.

Benzer şekilde ortaklığa birleşme, devralma ya da halka açılma gibi yollarla yeni paysahiplerinin girmesi durumunda yeni bir düzenin kurulması amacıyla özellikle oy haklarının kullanılması suretiyle ortaklığa ilişkin hakimiyet dengesinin sağlanması ve kârın paylaşılması gibi konuları içeren paysahipleri sözleşmeleri yapılmaktadır¹⁶⁰. Bu konularda esas sözleşmeye konulacak bağlam hükümleri¹⁶¹ yoluyla da pay devrinin yönetim kurulu iznine bağlanması ya da pay devrinde ortaklara önalım hakkı tanınması gibi yöntemlere başvurulabilse de uygulamada bu yöntemlere nazaran özellikle oy hakkına ilişkin düzenlemeler¹⁶² içeren paysahipleri sözleşmeleri daha elverişli ve uygulanabilir kabul edilmektedir¹⁶³.

Girişim sermayesi yatırımlarında girişimci ile girişim sermayesi yatırımcısı arasında bir güven ilişkisi kurulmaktadır. Girişimin, girişim sermayesi yatırımcısından finansman sağladığı aşamaya bağlı olmakla birlikte, girişimin konu aldığı projenin, fikri ve sınai haklar bakımından korunabilmesi için sürecin belirli bir noktasına kadar aleniyet kazanması tercih edilmez. Ayrıca girişim sermaye

¹⁵⁹ Okutan Nilsson, s.77, Feyzan Hayal Şehirali Çelik, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninden Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2008, s. 51 vd.; Karasu, s. 197.

¹⁶⁰ Winter, ZHR (1990) 154, s. 262-263, aktaran: Okutan Nilsson, s.78; Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 5.

¹⁶¹ Bkz. bölüm III, B-2.

¹⁶² Oy hakkına ilişkin paysahipleri sözleşmesi düzenlemeleri hakkında ayrıntılı bilgi için bkz. bölüm III, B-1.

¹⁶³ Tamer Bozkurt, **Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Sınırlandırılması (Bağlam), -Die Vinkulierung-**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016; Erdoğan Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, s. 12.

yatırımının her iki tarafı da yeni ve yabancı kimseler ile yeniden düzen kurmak üzere zaman kaybetmeyi ya da yeni düzende girişim şirketindeki etkilerini kaybetmeyi arzu etmez. Bunu sağlamak isteyen girişim sermayesi yatırımı tarafları, pay devir kısıtlaması öngören paysahipleri sözleşmeleri yapmaktadırlar.

5. Ortaklığa Fon ve Kredi Sağlanmasının Kolaylaştırılması

Girişim sermayesi yatırımları hem kuruluş aşamasında hem daha sonra hedeflerine ulaşabilmek için fon ve kredi kullanma yoluna da başvurmak gereksiniminde olabilir. Kredi veren kurumların şirket yönetiminde etkin olmasını sağlayan oy hakkına ya da yönetimde temsilci bulundurmaya yönelik sözleşmeler finansmanın geri ödenmesinde kredi kurumuna ek güvence sağlayabilmekte ve bu nedenle bu yönde hükümler içeren sözleşmelerin akdedilmesi eğilimi gittikçe güçlenmektedir¹⁶⁴.

Girişim sermayesi yatırımlarında da girişim şirketinin GSYO vasıtasıyla kredi alması ya da başka fonlar bulmasında, taraflara bazı yükümlülükler getirilebilmektedir. Bu nevi sözleşmelerde dikkat edilmesi gereken husus, sözleşmenin konusunun özel menfaat karşılığında oy kullanma ve oy satımı olarak kabul edilip batıl sayılmasını¹⁶⁵ engellemek üzere, sözleşme yazımında ve içeriğinde bu tür bir nitelendirmeyi haklı çıkarma ihtimali olan ifadeler yer vermemektedir.

6. Ortaklık Yönetiminde Gerçekleşebilecek Kilitlenmelerin Önlenmesi

Özellikle girişimci ile girişim sermayesi yatırımcısının yarı yarıya ortak olduğu ortaklıklarda ya da farklı oranlarda paysahipliği söz konusu olsa bile esas sözleşmede yüksek nisap öngörülen hallerde ortaklık yönetiminde kilitlenme

¹⁶⁴ Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 9.

¹⁶⁵ Bkz. RG. Bankarch. 1935-36, s. 46; RGZ. Bd. 132, s. 33 (JW 1931, 2963); WILLENBERG, s. 151 dpn. 23 aktaran: Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 14, dpn. 24.

görülebilmektedir¹⁶⁶. Bu kilitlenmelerin önlenmesi amacıyla ortaklık henüz kurulmamışken¹⁶⁷ ya da kuruluşun hemen ardından bir paysahipleri sözleşmesi yapılarak ortaklığın yönetiminde görev alacak kişi ve grupların ve bunların bu görevleri hangi şartlarda yapacağına ilişkin kararların alınmasında kullanılacak oyların taahhüt edilmesi ve bu taahhüdün etkin şekilde yerine getirilebilmesi için yan taahhütlerin düzenlenmesi yoluna başvurulabilmektedir¹⁶⁸.

7. Ortaklığa İlişkin Uyuşmazlıkların Çözümünde Alternatif Uyuşmazlık Çözüm Yöntemlerinin Belirlenmesi

Girişimciler ile girişim sermayesi yatırımcıları arasında, girişim şirketi bağlamında meydana gelebilecek hukukî sorunların çözümünde alternatif uyuşmazlık çözüm yollarının seçilmesi mümkündür¹⁶⁹. Tahkime elverişli konularda çıkan uyuşmazlıkları çözmek üzere¹⁷⁰ paysahipleri sözleşmesinde düzenlenme yapılması¹⁷¹, uyuşmazlık çıktığında hangi mercie başvurulacağının belirli olmasının yanı sıra uyuşmazlık konusunun alenileşmeden ve kısa süre içinde çözülebilmesine

¹⁶⁶ Ortaklıkların karar alma mekanizmalarında, genellikle paysahipleri arasındaki menfaat çatışmaları nedeniyle tikanıklıklar oluşabilmektedir. Oluşan bu tikanıklıklar nedeniyle şirketin yönetimin gerçekleştirilememesi durumunda kilitlenme (*deadlock*) söz konusu olacaktır. H. Ali Dural, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2005 s. 30 vd.

¹⁶⁷ İleride belirli bir ortaklık kurmak amacıyla birden fazla kişinin bir araya gelerek ortak çaba göstermelerinin sonucunda bu kişilerin arasında hukuki bir ilişki doğmaktadır. Bu ilişki ileride doğacak ortaklıktan bağımsız olup öğretide “kuruluş ortaklığı (*Gründungsgesellschaft*)” şeklinde adlandırılmaktadır. Bu ortaklık, hedeflenen şirketin kurulması ile amacını gerçekleştirdiği için sona erecektir. Kuruluş ortaklığı ile ileride kurulacak şirketin tipinin, yapılanma biçiminin, iştigal konusunun tespiti ya da ortaklığa getirilecek katılma paylarının belirlenmesi veya belirlenebilir hale getirilmesi imkanı vardır. Nami Barlas, s. 165 vd.

¹⁶⁸ Alman hukukunda bu tür sözleşmelerin “kuruluş sözleşmesi (*Gründungsverträge*)” olarak adlandırıldığı konusunda bkz. Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 13.

¹⁶⁹ Caprasse, s. 368; Monti, s. 68; Viscasillas, s. 283 aktaran Burçin Yıldırım, **Anonim Ortaklıklarda Şirket İçi Uyuşmazlıkların Milletlerarası Tahkim Yoluyla Çözümlemesi**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2012, s. 72.

¹⁷⁰ TTK m. 340’ta belirlenen esas sözleşme içeriği nedeniyle, tahkime elverişli konularda çıkacak uyuşmazlıklarda dahi esas sözleşmeye tahkime dair bir hüküm konulması işlevsel olmayacaktır. Böyle bir hüküm korporatif bir karakter taşımayacağı için kuruculardan sonra şirkete ortak olanları bağlamayacaktır. Bozkurt, s. 193.

¹⁷¹ “*Davalılar T... Gübre End. A.Ş. ve T... Pazl. A.Ş. vekilleri, H...-T... Hissedarlar sözleşmesi gereği davalının Zürih Uluslararası Tahkim Mahkemesi kurallarına göre tahkim yoluyla görülmesi gerektiğini, ... savunarak, davanın reddini istemiştir.*” Yargıtay 11. HD. 16.09.2003 t. ve 2003/1780 E., 2003/7852 K. (www.kazanci.com)

olanak sağlamaktadır¹⁷². Bu çözüm yollarından en çok başvurulanı tahkimdir¹⁷³. Uygulamada tahkim yolundan önce dostane çözüm yoluna başvurulması da paysahipleri sözleşmesi ile öngörülebilmektedir¹⁷⁴.

Paysahipleri sözleşmelerine tahkim şartı konulması durumunda, bu sözleşmeler neticesinde farklı çıkar grupları olduğu için çok taraflı tahkim söz konusu olabilecektir. Başta hakem seçimi olmak üzere usule dair konularda sorun çıkmaması için çok taraflı tahkime dair kuralları olan tahkim yerlerinin paysahipleri sözleşmesinde belirlenmesi yararlı olacaktır.

B. Paysahipleri Sözleşmesinin Hukuki Yapısı

1. Genel Olarak Paysahipleri Sözleşmesi

Bir şirketin paysahiplerinin bu sıfatlarına dayanarak birbirlerine karşı sahip olacakları hak ve yükümlülükleri tespit etmek üzere yaptıkları yazılı ya da sözlü¹⁷⁵ sözleşmeye paysahipleri sözleşmesi adı verilmektedir¹⁷⁶.

Bir diğer tanıma göre, “paysahipleri sözleşmesi anonim ortaklık paysahiplerinin tamamının veya bir kısmının, paysahibi olarak kendi aralarındaki hukuki ilişkiyi, kendilerinin ortaklıkla olan ilişkilerini veya ortaklığın tâbi olmasını arzu ettikleri düzeni belirlemek üzere akdettikleri bir sözleşmedir.”¹⁷⁷

¹⁷² C. M. Roos, “Comparative Notes on Shareholders’ Voting Agreements”, *Scandinavian Studies in Law*, No. 15, 1971, s. 165.

¹⁷³ Roos, s. 165; Peter Böckli, *Schweizer Aktienrecht*, Zürih: Schulthess Verlag, 2009, s. 1538; Uçar, s. 134; Tolga Ayoğlu, *Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim*, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018, s. 173 vd. Eğer tahkime ilişkin hüküm içeren paysahipleri sözleşmesine tüm paysahipleri tarafısa hakem kararının herkesi bağlayacağına; sözleşmeye taraf olmayan paysahiplerine ilişkin ise görüş birliği olmadığına dair bkz. Karasu, s. 207. Tahkim klotunun hem esas sözleşmede hem de paysahipleri sözleşmesinde yer alması durumunda gerçekleşebilecek çatışmalar ve esas sözleşmede paysahipleri sözleşmesinde yer alan tahkim klotuna atıf yapılmasının yaratacağı sonuçlara ilişkin olarak bkz. Yıldırım, s. 72 vd.

¹⁷⁴ Yargıtay 11. HD. 06.02.2014 t., 2013/18443 E. ve 2014/2037 K. (www.kazanci.com)

¹⁷⁵ John Cadman, *Shareholders’ Agreements*, Birleşik Krallık: Sweet & Maxwell, 2004, s. 3.

¹⁷⁶ Esin ve Lokmanhekim, s. 66.

¹⁷⁷ Okutan Nilsson, s. 4.

Bu çalışma açısından yapılacak bir paysahipleri sözleşmesi tanımı bu sözleşmenin hukukî temelini, içeriğini ve işlevini kapsamalıdır. Bu bakış açısıyla paysahipleri sözleşmesi; bir şirketin paysahiplerinin tamamı, bazıları ya da paysahipleri ile üçüncü kişiler arasında, sözleşme özgürlüğü ilkesine dayalı olarak yapılan, tarafların şirketteki pay sahipliği haklarına ilişkin birbirlerine ya da şirkete karşı taahhüt altına girdiği ve şirketin işleyişine dair ortak anlayışın yansıtıldığı bir sözleşme olarak tanımlanabilir.

Yukarıda ifade edilen tanımlar çerçevesinde ortaklık düzenine yan bir düzen yaratan paysahipleri sözleşmelerinin GSYO'ların girişim sermayesi yatırımlarındaki yeri ve işlevlerini incelemeyen önce paysahipleri sözleşmelerinin hukukî niteliğinin incelenmesi yararlı olacaktır.

a. Terminolojik Yaklaşımlar

Türk hukukunda eTTK döneminde, TTK'deki “pay” yerine “hisse” teriminin kullanılması nedeniyle paysahipleri sözleşmesine uygulamada hâlen “hissedarlar sözleşmesi” adı da verilmektedir. Bunun yanı sıra ilke olarak ortaklar arasında gerçekleşen bir sözleşme olması nedeniyle “ortaklar sözleşmesi” adlandırılmasına¹⁷⁸ ya da şirket esas düzeni yanında bir düzen oluşturduğu için “yan sözleşme” kullanımına¹⁷⁹ da başvurulmaktadır.

Paysahipleri sözleşmesinin, TTK m. 480/1 gerekçesinde de ifade edildiği gibi, kanunda ve esas sözleşmede öngörülen düzen ile beraber yürürlükte olması arzu edildiği için bu sözleşmelere Alman hukukunda “*Nebenabreden*” (yan sözleşme), “*Nebenordnungen*” (ortaklık yan düzeni) ve “*Satzungsergänzende Vereinbarungen-Nebenverträge*” (esas sözleşmeyi genişletici anlaşma) “*schuldrechtliche Nebenabrede*” (borçlar hukukuna dayalı yan mutabakat), “*satzungsergänzender*

¹⁷⁸ Poroy/Tekinalp, (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 81; Ayoğlu, s. 174.

¹⁷⁹ Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 1.

Nebenvertrag” (esas sözleşmeyi genişletici yan mutabakat) veya “*Gesellschafterabsprache neben Satzung*” (esas sözleşme yanında yer alan ortaklar anlaşması) adları da verilmektedir¹⁸⁰.

Paysahipleri sözleşmesine İngiliz hukukunda “*Shareholders’ Agreement*” (paysahipleri sözleşmesi), Fransız hukukunda “*Pactes d’actionnaires*” (paysahipleri anlaşması), İsviçre hukukunda (Almanca literatürde) “*Aktionärbindungs-vertrag*” (paysahiplerini bağlayıcı sözleşme), Alman hukukunda ise “*Gesellschaftervereinbarung*” (ortaklar anlaşması), “*schuldrechtliche Gesellschaftvereinbarung*” (borçlar hukukuna dayalı ortaklar sözleşmesi) gibi adlar da verilmektedir¹⁸¹.

Paysahiplerinin paylarının ya da oylarının bir araya gelmesi nedeniyle “*Pool Vertrag*” (havuz sözleşmeleri) tabiri de kullanılmaktadır. Paysahipleri arasında bir adi ortaklık kurulmuş olması durumunda ise “*consortiums d’actionnaires*” (paysahipleri konsorियumu) adı verilmektedir. Şayet paysahipleri sözleşmesi oy kullanımına ilişkin ise “*Voting Agreement*” (oy sözleşmesi), “*Stimmrechtsvereinbarung*” (oy hakkı anlaşması), “*Abstimmungsvereinbarung*” (oy verme anlaşması), “*convention de vote*” (oy anlaşması) gibi tabirler de kullanılmaktadır. Türk hukukunda bu tür sözleşmeler “oy sözleşmesi” olarak adlandırılmakta ve bu sözleşme neticesinde bir adi ortaklık oluşumu söz konusu ise buna “oy konsorsiyumu” ya da “paysahipleri sendikaları” adı verilmektedir¹⁸².

Paysahipleri sözleşmeleri, bu sözleşmeleri yapan paysahipleri tarafından “*Schutzgemeinschaft*” yani “Koruma Birliği” olarak da adlandırılmaktadır. Bu nedenle de Alman Federal Mahkemesi tarafından bu konuda verilmiş iki önemli

¹⁸⁰ Okutan Nilsson, s. 5; Ulrich-Peter Kinzl, “Deutschland”, **Gesellschaftsrechtliche Nebenvereinbarungen in Europa**, ed. Simon M. Laimer, Münih: Sellier Europ. Law Publ., 2013, s. 72 vd.

¹⁸¹ Okutan Nilsson, s.11; Ulrich Ehricke, **Schuldvertragliche Nebenabreden zu GmbH-Gesellschaftsverträgen**, Heidelberg: Recht und Wirtschaft, 2004, s. 17, 83; Lengauer Daniel, “Schweiz”, **Gesellschaftsrechtliche Nebenvereinbarungen in Europa**, ed. Laimer Simon M., Münih: Sellier Europ. Law Publ., 2013, s. 361; Barlas, s. 117.

¹⁸² Okutan Nilsson, s. 11-12; Poroy (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 48.

karara, *Schutzgemeinschaft I* (BGHZ 126, 226) ve *Schutzgemeinschaft II* (BGHZ 179, 13) adları verilmiştir. Bu ismin içinde geçen “koruma” sözcüğünden maksat, bu sözleşmelerin yapılması yoluyla aile şirketlerinin “korunmasının” sağlanmasıdır. Alman hukukunda “*Entherrschungsvertrag*” yani “güç azaltma/kesme sözleşmesi” olarak da adlandırılan oy sözleşmeleri özellikle aile şirketlerinde yönetimin belirlenmesinde –gerekli oy çoğunluğunu kaybetmiş olmasına rağmen- ailenin etkin olması için kullanılmaktadır¹⁸³.

TTK m. 480/1 hükmünün gerekçesinde yer alan açıklamalarda bu tür sözleşmeler “paysahipleri sözleşmesi” ya da “ortaklar sözleşmesi” olarak ifade edilmektedir. Öğretide ise bu tür sözleşmeler monografik eserlerde “paysahipleri sözleşmesi” olarak adlandırılmaktadır¹⁸⁴. Hem yasakoyucu hem de öğretinin büyük bir kısmı tarafından kullanılması ve aynı zamanda sözleşmenin karakteristik özelliği olan paysahipleri arasında yapılmış olma niteliğini ifade etmesi dolayısıyla terimsel kullanımda yeknesaklığın sağlanmasına katkı sağlamak üzere bu çalışmada da “paysahipleri sözleşmesi” terimi tercih edilmiştir.

b. Ortaklıklar Hukuku’ndaki Etkisi ve İşlevleri

Paysahipleri sözleşmeleri; ortaya çıkışı, içeriği ve etkileri itibariyle borçlar ve ticaret hukukunun ortak bir kurumu¹⁸⁵ olup şirketler hukukunun üzerinde yükseldiği temellerden biri olarak nitelenebilir¹⁸⁶.

Paysahipleri sözleşmesi sayesinde esas sözleşme ile yapılamayacak fakat - özellikle girişim şirketleri için önem arz eden- ortaklıklar açısından kurulma ve

¹⁸³ Markus Roth, “Shareholders’ Agreements in Listed Companies: Germany”, *SSRN*, 2013, s.3. (https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2234348) (ET: 04.04.2018)

¹⁸⁴ Okutan Nilsson, s. 12; Yüksel, s. 43; Karasu, s. 196; Kerem Bilge, **Pay Sahipleri Sözleşmesi Kapsamında Anonim Şirketlerde Pay Devrinin Kısıtlanması**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2017, s. 3; Yılmaz, s. 14.

¹⁸⁵ Okutan Nilsson, s. 4; Ehricke, s. 85. Oy sözleşmeleri açısından benzer bir nitelendirme için bkz. Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 7.

¹⁸⁶ Mads Andenas, “Shareholders’ Agreements: Some EU and English Law Perspectives”, *Tsukuba Law Journal*, S. 3, 2007, s. 135.

büyüme konusunda ihtiyaç olan birtakım düzenlemeler yapılabilmektedir¹⁸⁷. Bir başka ifadeyle, esas sözleşme ile düzenlenmesi yasak veya etkili olmayacak ya da gizli kalması istenen bazı hususların paysahipleri sözleşmesi ile düzenlenmesi yoluna gidilebilmektedir. Çünkü esas sözleşme ile TTK'nin emredici hükümlerinin kapsamında olacak hükümler, paysahipleri sözleşmesi ile TTK'nin emredici hükümlerinin kapsama alanından çıkarılabilmektedir¹⁸⁸. Bunun temel nedeni ise şirket anayasası¹⁸⁹ niteliğinde olan esas sözleşme ile getirilen hükümlerin “pay mevkiine¹⁹⁰” yönelik hükümler olması dolayısıyla payı devralan herkesi bağlamasına karşılık paysahipleri sözleşmesi hükümlerinin sadece sözleşmeye taraf olan paysahiplerini bağlayıcı özellik taşımasıdır¹⁹¹. Diğer bir deyişle, esas sözleşme hükümleri anonim ortaklığın temel yapısını etkileyip hakkın özüne etki ederken, paysahipleri sözleşmesi asıl etkisini iradeleri ile sözleşmeye taraf olan sözleşme tarafı paysahipleri arasında göstermektedir¹⁹². Bu nedenle paysahipleri sözleşmesinin geçerliliği¹⁹³ ve paysahipliği haklarının paysahipleri sözleşmesine konu edilmesi¹⁹⁴ incelenirken Kanun'un hak sahibine bireysel olarak belli bir hak üzerinde tasarruf yetkisi tanıyıp tanımadığına dikkat edilecektir.

Paysahipleri sözleşmesi yönetime aday gösterme haklarını ve seçilebilme kısıtlarını düzenleyerek ya da aynı yönde oy kullanmayı kararlaştırarak ortaklığın yönetiminde etkili olma, ortaklığın yabancı kişilerin eline geçmesini önlemek

¹⁸⁷ Esin ve Lokmanhekim, s. 66; Martin Schauer, “Schuldrechtliche Nebenabreden im österreichischen Gesellschaftsrecht”, ed. Holger Fleischer, **Aktuelle Entwicklungen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2012**, Tübingen: Mohr Siebeck, 2013, s. 204; Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 2.

¹⁸⁸ Okutan Nilsson, s. 156.

¹⁸⁹ Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukukî Niteliği**, Prof. Dr. Kemal Oğuzman'ın Anısına Armağan, İstanbul, 2000, s. 515; Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, 12. Bası, İstanbul: Beta, 2017, s. 8vd.; Karasu, s. 29.

¹⁹⁰ Ali Murat Sevi, **Anonim Ortaklıklarda Payın Devri**, Ankara: Seçkin, 2012, s. 29. Pay mevkiî öğretide “otobüs koltuğu”na benzetilmiş; yolcu konumundaki paysahibinin, bu koltuğa oturduğu sürece o koltuğun malikine sunulan hak ve yükümlülüklerle sahip olduğu gibi yükümlülükleri de yerine getirmesi gerektiği belirtilmiştir. Bu koltuktan kalkılınca, ayrı bir söyleyişle pay devredilince bu hak ve yükümlülükler de ortadan kalkacaktır. Hasan Pulaşlı, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014, s. 1271.

¹⁹¹ Jeffrey Lawton Buckland, **Shareholders' Rights and the Acquisition of Control in a Company**, Güney Afrika Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1992, s. 36; Nilsson, s. 157.

¹⁹² Berk Demirkol, “Pay Sahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları”, **YÜHFD**, C. 9, S. 2, 2012, s. 857.

¹⁹³ Bkz. bölüm II, B-3.

¹⁹⁴ Bkz. bölüm III, B.

amacıyla pay devri kısıtlamaları düzenleme, ortaklığın dönemsel finansmanına ilişkin olarak fon sağlanması ya da sermaye artırımını gibi kararların verilmesi, ortaklığın kredi alabilmesini ve bu amaçla ortaklığa kefil olunması, ortaklığın karar mekanizmalarında bir kilitlenme olması durumunda çözüm yolları gösterme ve bu tür kilitlenme durumlarında pay sahiplerine paylarının satın alınarak çıkış yapabilme imkanı verilmesi, ifade edilen bu hususlarda ortaya çıkabilecek uyuşmazlıklarda yetkili olması istenen tahkim yerlerinin ya da mahkemelerin belirlenmesi gibi hem girişimcilerin hem de girişim sermayesi yatırımcısının hak ve borçlarını düzenleme işlevlerini görebilmektedir¹⁹⁵.

c. Atipikliği ve Uygulamada Farklılaşan Türleri

Paysahipleri sözleşmeleri içerdikleri hükümler itibariyle büyük farklılıklar göstermekte ve aşağıda ifade edildiği üzere¹⁹⁶ kanunda öngörülmedikleri için bağımsız bir sözleşme tipi teşkil etmemektedirler. Uygulama ile yaratılan bir sözleşme tipi olması için de tip bir yapı planının ve esaslı unsurlarının belirli olması; diğer bir deyişle bu sözleşmeden bahsedildiğinde sözleşmenin, tüm unsurları ile zihinde somutlaşması gerekmektedir¹⁹⁷. Ancak paysahipleri sözleşmesi için böyle bir durumdan bahsedilememektedir¹⁹⁸.

Paysahipleri sözleşmesinin karakteri, sözleşmeye taraf olanların edimleri ve sözleşmeden umdukları amaca göre değişiklik gösterebilecektir. Sözleşme taraflarının edimleri karşılıklı ise sinallagmatik bir sözleşme özelliği gösterecek olan paysahipleri sözleşmesi, tarafların edimleri tek ise çok taraflı bir sözleşme olarak nitelendirilecektir. İkinci durumda ise tarafların amaçları sözleşmenin karakteristiğini belirleme noktasında kıstas olacaktır. Eğer tarafların amacı birbirinden farklı ise

¹⁹⁵ Esin ve Lokmanhekim, s. 66; Okutan Nilsson, s. 2; Suren Gomtsian, **The Enforcement of Shareholder Agreements-Comparative Analysis of English and Russian Law**, Tilburg Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2012, s. 3.

¹⁹⁶ Bölüm II-B-2-a.

¹⁹⁷ Erden Kuntalp, **Karışık Muhtevalı Akit**, 2. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2013, s. 14 vd.

¹⁹⁸ Yüksel, s. 43.

paysahipleri sözleşmesi bir sinallagmatik sözleşme niteliği taşıyacak; amaç ortak ise taraflar arasında bir adi ortaklık ilişkisi doğduğu kabul edilecektir¹⁹⁹.

Paysahipleri sözleşmeleri bir üst başlık olarak kabul edildiğinde, sözleşme ile amaçlanan ticari hedeflere göre de bir tasnif yapılabilir. Bu açıdan, ortak girişim sözleşmeleri, girişim sermayesi yatırım sözleşmeleri, adi ortaklık sözleşmeleri, oy sözleşmeleri ve azlığın korunmasına ilişkin sözleşmeler paysahipleri sözleşmesinin alt türleri olarak tasnif edilmiştir²⁰⁰.

Bu çalışmanın inceleme konusu açısından bakıldığında paysahipleri sözleşmesi ile girişim sermayesi yatırıma ilişkin çok farklı düzenlemeler yapılabilmektedir. Girişim şirketinin kuruluşu, yapısı, yönetimi, kâr dağıtımı ve yatırımları gibi konularda düzenlemelere paysahipleri sözleşmesinde yer verilebildiği gibi ikincil yükümlülük öngörülmesi, payların devrinin sınırlandırılması, ortaklıktan çıkış, paysahiplerinin üçüncü kişilerle girişim şirketine dair ilişkileri gibi konulara da yer verilebilmektedir. Hukuki ve ekonomik ihtiyaç ve gelişmeler çerçevesinde paysahipleri sözleşmelerinin içeriği ve yerine getirdiği işlevler farklılaşmaktadır.

2. Paysahipleri Sözleşmesinin Özellikleri

a. Kanunda Öngörülme

Anonim şirket kuruluşunun düzenlendiği TTK m. 335'te, kurucuların şirket kurma iradelerini, kanuna uygun olarak düzenlenmiş esas sözleşmede açıklamaları kurucu işlem olarak nitelendirilmiş; esas sözleşme TTK m. 336'da kuruluş belgeleri arasında sayılmış ve esas sözleşme içeriği TTK m. 339'da düzenlenmiştir. Bu

¹⁹⁹ Pascal Pichonnaz, Ercüment Erdem, Tannaz Esmailzadeh Jourabchi, Ali Dural, La force contraignante des conventions d'actionnaires: quelques aspects de droits suisse et turc, Schweizerische Juristen-Zeitung, 102, Nr. 22, 2006, s. 517 dpn. 17 ve 18'de anılan yazarlar aktaran: Ayoğlu, s. 178.

²⁰⁰ Yüksel, s. 44 vd.; Gilles Chemla, Alexander Ljungqvist ve Michel Habib, "An Analysis of Shareholder Agreements", *Journal of the European Economic Association*, C. 5, S. 1, 2007, s. 94; Thomas ve Ryan, s. 17; Jan Lieder, "Schuldrechtliche Nebenabreden im deutschen Gesellschaftsrecht", ed. Holger Fleischer, *Aktuelle Entwicklungen im deutschen, österreichischen und schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2012*, Tübingen: Mohr Siebeck, 2013, s. 234; Karasu, s. 200 vd.; Ayoğlu, s. 176.

maddelere göre esas sözleşme anonim şirket kuruluşunun kanunî bir unsurudur ve TTK m. 339/1'in gerekçesinde de ifade edildiği üzere şirketin kurucuları ve gelecekteki pay sahipleri arasındaki ilişkileri düzenlemesi bakımından²⁰¹ bir çeşit pay sahipleri arası anayasa işlevinde olduğu için eTTK m. 279 ana noktalarıyla korunmuş, yalnız sözleşmede bulunması gerekli kayıtlar ayrıntılı bir şekilde yazılmış ve daha açık bir ifade kullanılmaya çalışılmıştır.

Öğretide “çelik korse” olarak nitelendirilen²⁰² TTK m. 340’a göre de esas sözleşme ile TTK’nin anonim şirketlere ilişkin hükümlerinden ancak TTK’de buna açıkça izin verilmişse sapılabilecek; diğer kanunların, öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri ancak o kanuna özgülenmiş olarak hüküm doğuracaktır²⁰³. Kanun maddesi ve özellikle gerekçesi²⁰⁴ dikkate alındığında kanunkoyucunun amacının açıkça geçersiz olan, pay sahipleriyle alacaklıların haklarını zedeleyen veya sınırlayan düzenlemelerin esas sözleşmelere girmesine engel olmak, bazı kurum ve kuruluşların şirketlere istedikleri esas sözleşme hükümlerini dayatmaları yolunu kapatmak suretiyle hukukun üstünlüğü ilkesinin sağlanmasına katkı sağlamak ve esas sözleşme hükümlerinin geçerliliğine ilişkin davaların sayısını azaltmak olduğu anlaşılmaktadır²⁰⁵. Aynı gerekçede kanunkoyucu, anonim şirketler hukukunda bireysel pay sahipliği hakları ile azlık hakları öğretisinin, gittikçe etkisini kaybeden sözleşme özgürlüğü ilkesini sınırlandırdığından şüphe edilemeyeceğini belirtmektedir.

Yukarıda ifade edilen hususlar birlikte değerlendirildiğinde, kanunkoyucunun esas sözleşmeye büyük bir önem verdiği ve onu şirket kuruluşunda kanunî bir unsur olarak addettiği; bununla birlikte esas sözleşmenin içeriğini, eTTK’de

²⁰¹ Karasu, s. 29.

²⁰² Moroğlu, **Değerlendirme ve Öneriler**, s. 146.

²⁰³ TTK’de yer alan bu hükmün kaynağı olan Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu (*Aktiengesetz*) §23.5’in ifadesi şöyledir: “*Esas sözleşme ile bu Kanundaki hükümlerden ancak buna açıkça izin verilmişse ayrılabilir. Esas sözleşmenin tamamlayıcı hükümleri, Kanunda tahdidi bir hüküm bulunmaması hâlinde geçerlidir.*” İsmail Kırca, Feyzan Hayal Şehirali Çelik ve Çağlar Manavgat, **Anonim Şirketler Hukuku Cilt I**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırmaları Enstitüsü Yayınları, 2013, s. 153.

²⁰⁴ Madde lafzı ile gerekçesi arasındaki çelişkiye dair değerlendirme için bkz. Uçar, s. 121.

²⁰⁵ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 127; Ünal Tekinalp, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı”, **Uğur Alacakaptan’a Armağan**, C. 2, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2008, s. 650; Uçar, s. 120.

düzenlediğinden daha ileri derecede sınırlandırıp bu konudaki sözleşmesel özgürlüğü daralttığı görülmektedir.

Aynı durum paysahipleri sözleşmesi için geçerli değildir. Zira, TTK, paysahipleri sözleşmesini düzenleyen bir hüküm içermemektedir²⁰⁶. Paysahipleri sözleşmesi ihtiyarî bir sözleşme olup borçlar hukukunda egemen olan sözleşme özgürlüğü ilkesine dayanılarak akdedilmektedir²⁰⁷. Bir anonim şirkete dair paysahipleri sözleşmesi yapılması paysahiplerinin iradelerine bağlıdır. Ancak TTK’de paysahipleri sözleşmesine ilişkin bir maddeye yer vermeyen kanunkoyucunun TTK’nin bazı maddelerinin gerekçelerinde paysahipleri sözleşmelerine atıf yapması²⁰⁸, bu sözleşmelerin uygulamada yoğunlukla yapılıyor olmasının TTK hükümleri kaleme alınırken dikkate alındığını göstermektedir²⁰⁹.

Her ne kadar ticaret hukukunda genel bir eğilim olarak, şirketler hukukuna dair hükümlerin emredici niteliği öne çıksa da şirketler hukukuna dair kanuni düzenlemelerden sapabilmenin serbest olması gerektiğini ifade eden yabancı öğreti görüşlerinin arttığı ifade edilmektedir²¹⁰.

²⁰⁶ İsviçre AO hukukunda da paysahipleri sözleşmesine ilişkin kanuni bir düzenleme mevcut değildir. Ortaklıklar hukuku reformu çalışmaları esnasında en azından paysahipleri sözleşmelerinin süresine ve bağlayıcılığına dair yasal düzenleme yapılmasının yararlı olabileceği öğretilde ifade edilmiştir; bkz. Böckli, s. 1535. Paysahipleri sözleşmelerine dair AB hukuku düzeyinde ayrı bir düzenleme yer almadığı; İngiltere, Almanya ve Belçika gibi birçok Avrupa Birliği üye ülkesinde paysahipleri sözleşmelerinin geçerli olarak akdedilebildiği yönünde bkz. Paulius Miliauskas, **Company Law Aspects of Shareholders’ Agreements in Listed Companies**, Ghent ve Vilnius Üniversiteleri Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2014, s. 158. Paysahipleri sözleşmesinin Amerikan, İngiliz ve Alman hukuklarında da kanunlarda öngörülmeyle ancak bazı sınırlamalar ile birlikte ilkesel olarak geçerli kabul edilen sözleşmeler olduğu; Fransız hukukunda ise ortaklıklar hukukunun “*ordre public*”i açısından uzun yıllar paysahipleri sözleşmesinin geçerli kabul edilmediği ancak son yıllarda mahkeme kararlarında bazı koşullar altında, geçerli paysahipleri sözleşmeleri yapılabileceği hakkında bkz. Mathias M. Siems, **Convergence in Shareholder Law**, ABD: Cambridge University Press, 2008, s. 54 vd.

²⁰⁷ Theodor Lang, **Die Durchsetzung des Aktionärsbindungsvertrags**, İsviçre: Schulthess Juristische Medien AG, 2003, s. 20; Yüksel, s. 59.

²⁰⁸ TTK m. 480/1 gerekçesine göre “dünyada “shareholders’ agreement” olarak isimlendirilen, Türkçe’ye ise “paysahipleri sözleşmesi” veya “ortaklar sözleşmesi” olarak tercüme edilen, kimi zaman da “joint-venture sözleşmesi” başlığını taşıyan atipik sözleşmeler uygulamada sıklıkla akdedilmektedir”. Yine aynı maddenin gerekçesine göre, bu sözleşmeler esas sözleşme düzeni yanında, çoğu kez ona ve kanuna hükmeden veya ikisini de birden bertaraf eden bir “yan düzen” yaratmaktadır.

²⁰⁹ TTK m. 195/1(b), m. 336, m. 480/1.

²¹⁰ Arye Bebchuk, “The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law”, **Columbia Law Review**, C. 89, 1989, s. 1396; Arye Lucian Bebchuk, “Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The

Bu noktada incelenmesi gereken bir diğer husus ise esas sözleşmede paysahipleri sözleşmesine yollama yapıp yapılamayacağı ve böylesi bir yollamanın ne derece geçerli olacağıdır. Böyle bir atfa, paysahipleri sözleşmesinin geçerliliği bağlamında bir gereksinim olmadığı gibi yukarı ifade edilen TTK m. 340'ın emredici hükmü karşısında da bu tür bir atıf esas sözleşmeye konamayacaktır. Buna rağmen böyle bir düzenleme esas sözleşmeye konulmuşsa söz konusu hüküm geçersiz olacak ancak bu geçersizlik esas sözleşmenin diğer hükümlerinin geçerliliğini etkilemeyecektir. Benzer şekilde, esas sözleşmede, paysahipleri sözleşmesi yapılmasını yasaklayan bir hükme de yer verilemeyecektir²¹¹.

b. Şekil

Kanun tarafından düzenlenmeyen, tescili öngörülme²¹² ve sözleşme özgürlüğüne dayanılarak akdedilen paysahipleri sözleşmeleri TBK m. 12'de düzenlenen sözleşmelerin şekline dair genel kural uyarınca şekil serbestisini haizdir²¹³ ve asgari bir taraf sayısı da yoktur. Ancak paysahipleri sözleşmesinin tahkim şartı, kefalet ya da ölüme bağlı tasarruf²¹⁴ gibi özel hükümler içermesi durumunda bu hükümlere özgü yazılı olma, noterde tasdik ya da tescil gibi şekil şartları aranacaktır²¹⁵. Tarafların daha önce yapacakları bir başka sözleşme ile TBK m. 17'ye uygun olarak iradî bir şekil şartı belirlemeleri de her zaman mümkündür.

Desirable Constraints on Charter Amendments”, **Harvard Law Review**, C.102, 1989, s. 1822. Özellikle temsil ile ilgili emredici hükümlere dair yasakoyucu ve yargının olması gereken yaklaşımına ilişkin bkz. Jeffry N. Gordon, “The Mandatory Structure of Corporate Law”, **Columbia Law Review**, C. 89, S. 7, 1989, s. 1597; Karasu, s. 127 vd.

²¹¹ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 33-34.

²¹² Karasu, s. 197. Paysahipleri sözleşmesinin tercih edilme nedenlerinden birinin de herhangi bir tescil gerektirmemesi olduğu yönünde bkz. Schauer, s. 203; Lieder, s. 235.

²¹³ Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 3; Bilge, s. 3; Ayoğlu, s. 175. Alman hukukunda paysahipleri sözleşmesinin şekline ilişkin benzer yaklaşım için bkz. Claudio Köhler, **Nebenabreden im GmbH- und Aktienrecht**, Frankfurt am Main, Lang, 1992, s. 4 ; Lieder, s. 239; Kinzl, s. 77 vd.

²¹⁴ Lang, s. 19.

²¹⁵ Dürr, BB 1995, s. 1366; Hüffer, Aktiengesetz, 4. Auf. München 1999, § 54 N. 7; Lutter, KölnKomm § 54 N. 24; Rowedder vd. Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, Verlag Franz Vahlen München 2. Auf. 1990 (Rowedder/Koppensteiner) § 47 N. 25; Winter, ZHR (1990) 154, s. 263-264 aktaran: Nilsson, s.74-75, Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 55.

Paysahipleri sözleşmeleri, şekil serbestisine tâbi olması sayesinde kolayca akdedilmesi, tescili gerekmemesi ve içeriğinin gizli kalabilmesi²¹⁶ imkânlarını bahsettiği için uygulamada sıkça tercih edilmektedir²¹⁷.

Paysahipleri sözleşmesinin bir adi ortaklık niteliği taşıdığı durumlarda²¹⁸ paysahipleri sözleşmesinin değiştirilmesi için TBK m. 624 uyarınca sözleşmede kararların oy çokluğuyla alınacağı belirtilmişse çoğunlukla, yoksa oybirliği ile karar alınması gerekecektir. Bir adi ortaklık niteliği söz konusu değilse sözleşme değişikliği tüm sözleşme taraflarının onayına tâbi olacaktır²¹⁹.

c. Taraflar ve Bağlayıcılık

Paysahipleri sözleşmesinin özel olarak düzenlenmiş asgarî bir taraf sayısı olmadığı gibi ortaklık paysahiplerinin hepsinin bu sözleşmeye taraf olması da gerekmemektedir²²⁰. Şirket paysahiplerinden bazıları hatta paysahibi olmayan kişiler²²¹, gelecekte paysahibi olma olasılığı olanlar, pay üzerinde rehin ya da intifa hakkı sahibi olanlar da bu sözleşmelere taraf olabilmektedir²²². Böylece tek taraflı,

²¹⁶ Lieder, s. 261; Almanya’da, Alman Borsası tarafından yapılan DAX (*Deutscher Aktienindex*: Alman Birleşik Borsa Endeksi) ya da MDAX (*Mid Cap Deutscher Aktienindex*: Orta Tavan Alman Birleşik Borsa Endeksi) gibi listelerde yer alan ve bir kısmı aile şirketi vasfını da haiz olan şirketlere ilişkin paysahipleri sözleşmelerinin zaman zaman kamuya ilan edildiğine de rastlanmaktadır. Aile şirketleri olan Henkel ve METRO, kendilerine ilişkin yürürlükte olan paysahipleri sözleşmelerini yaptığı bildirimlerde zikretmekte, Porsche Holding SE ise paysahiplerine yaptığı zorunlu bilgilendirmelerde kendisine ilişkin paysahipleri sözleşmelerinden açıkça bahsetmektedir. Roth, s. 2.

²¹⁷ Hoffman-Becking, ZGR 1994, s.445-446; König, s.29; Ulmer, NJW 1987, s. 1851; Winter, RWS Forum 8, s. 132, Zöllner, RWS Forum 8, s.94. aktaran: Nilsson, s.74-75; Karasu, s. 198.

²¹⁸ Brehm, s. 27.

²¹⁹ Ayoğlu, s. 176.

²²⁰ Graham Stedman ve Janet Jones, **Shareholders’ Agreements**, Birleşik Krallık: Sweet & Maxwell, 1998, s. 1; Yüksel, s. 52; Esin ve Lokmanhekim, s. 67-68; Thomas ve Ryan, s. 2; Raghvendra Kishore Singh, **Shareholders’ Agreements - Law of Business Contracts in India**, ed. Sairam Bhat, Hindistan: Sage, 2009, s. 141; David Kershaw, **Company Law in Context**, Birleşik Krallık: Oxford Üniversitesi Yayınları, 2012, s. 93; Miliauskas, **Company Law Aspects of Shareholders’ Agreements in Listed Companies**, s. 184 vd.; Öztürk Akkartal ve Kandırалоğlu, s. 3; Ayoğlu, s. 200.

²²¹ Okutan Nilsson, s. 75; Yüksel, s. 52; Uçar, s. 135.

²²² Peter Forstmoser, “Aktionärbindungsverträge”, **Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schlupe**, Zurich, 1988, s. 364.

çift taraflı (karşılıklı) ve çok taraflı (konsorsiyum) paysahipleri sözleşmeleri ortaya çıkmaktadır²²³.

Paysahipleri sözleşmesi, taraflarına ilişkin bir sınırlama olmadığı ve bu sözleşmenin yukarıda da ifade edildiği gibi kanunda öngörülen korporatif bir etkisi olmadığı için sadece sözleşme tarafları arasında bağlayıcı olacaktır²²⁴. Konuya ilişkin bir kararında Yargıtay da “...Mahkemece, iddia, savunma ve tüm dosya kapsamına göre, dava dışı diğer ortak vekilinin 10.04.2013 tarihli genel kurul toplantısına usulüne uygun vekaletnameyle katıldığı, ortaklar arasında imzalanan 15.10.2010 tarihli sözleşmenin sadece tarafı olan ortakları bağlayacağı, şirket tüzel kişisi bakımından bağlayıcı olmadığı, her ne kadar alınan karar taraflar arasındaki sözleşme hükmüne aykırı ise de, şirket organı olan genel kurulda alınan kararların geçerliliği bakımından ortaklar arasındaki harici sözleşmenin değil, şirket sözleşmesinin esas alınması gerektiği, ortaklar arasındaki sözleşme hükmünün çoğunluk ilkesini bertaraf edici nitelikte olmadığı gerekçesiyle, davanın reddine karar verilmiştir. ...” tespiti ile paysahipleri sözleşmesinin sadece sözleşme tarafları arasında bağlayıcı olduğuna ve şirket genel kurulunda alınan kararların paysahipleri sözleşmesinde yer alan hükümlere aykırı olduğu için iptal edilemeyeceğine dair yerel mahkeme kararını onamıştır²²⁵. TTK m. 445’e göre yapılacak yorum doğrultusunda da paysahipleri sözleşmesine aykırılık genel kurul kararları için bir iptal sebebi olmayacak; yalnızca ilgili taraflar arasında sözleşmenin ihlâli nedeniyle genel hükümlere göre aynen ifa ya da tazminat talebine yol açabilecektir²²⁶.

²²³ Paulius Miliauskas, “Shareholders’ Agreement As A Tool To Mitigate Corporate Conflict of Interests”, **International Journal of Private Law**, C. 6, S. 2, 2013, s. 115. Yazar ayrıca tek bir ortaklık paysahibinin dahi taraf olmadığı bir sözleşmenin paysahipleri sözleşmesi niteliğini taşımayacağı görüşündedir.

²²⁴ Lieder, s.261; Karasu, s. 196-197; Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 3; Ayoğlu, s. 174.

²²⁵ Yargıtay 11. HD., 11.10.2016 t. ve 2016/1275 E., 2016/8000 K. (www.kazanci.com) Paysahipleri sözleşmesinin kimler açısından bağlayıcı olduğuna dair uyumsuzluğun yer aldığı bir başka karar için bkz. Yargıtay 11. HD. 05.02.2015 t. ve 2014/2843 E., 2015/1326 K. (www.kazanci.com)

²²⁶ Erdoğan Moroğlu, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2014, s. 234.

Ortaklığın paysahipleri sözleşmesine taraf olup olamayacağı sorusunun ise açık bir yanıtı yoktur²²⁷. İlke olarak ortaklığın paysahipleri sözleşmesine taraf olmasına bir engel yoktur²²⁸. Hatta bu tür sözleşmelerin ortaklık yönetiminde istikrarın, işletme politikasında sürekliliğin sağlanması ve bazen de ortaklığın yabancılaşmasının önlenmesi için kullanılması gibi yararları da öğretide ifade edilmektedir²²⁹. Ancak ortaklıkta karar alma mercileri olarak kanunen belirlenmiş olan yönetim kurulunun ve genel kurulun birbirlerinin yetki alanına giren konularda karar almaması gereği nedeniyle²³⁰ ortaklığın paysahipleri sözleşmesine taraf olması durumunda yetki aşımının ve belirleyici olma durumunun gerçekleşip gerçekleşmemesine göre değerlendirme yapmak gerekir²³¹. Burada ikili bir ayırım yapılmalıdır.

Ortaklığın genel kurul karar alma usulü ya da genel kurulda alınacak kararlar gibi şirketin iç işleyişini ilgilendiren konularda paysahipleri sözleşmesine taraf olmasının bu hükümler açısından ortaklığa hukukî bir etkisi olmayacaktır. Çünkü TTK m. 391/1-c ve m. 391/1-d'ye göre yönetim kurulunun, paysahiplerinin özellikle vazgeçilmez nitelikteki haklarını ihlâl eden veya bunların kullanılmalarını kısıtlayan ya da güçleştiren ya da diğer organların devredilemez yetkilerine giren ve bu yetkilerin devrine ilişkin kararları batıldır. Yönetim kurulu kararı ile bir paysahipleri sözleşmesine taraf olan ortaklığın bu konularda bağlı olması kabul edilmemelidir.

²²⁷ İngiliz hukukunda Lordlar Kamarası, *Russell v Northern Bank* kararında şirketin, yasa tarafından kendisine verilen hakları kısıtlayacak şekilde düzenlenmiş bir paysahipleri sözleşmesine taraf olamayacağını, ancak *Welton v Saffery* davasında Lord Davey'in de ifade ettiği gibi paysahiplerinin şirket bağlamında değil de kendilerine kişisel borç yaratacak şekilde böyle bir sözleşmeye taraf olmasının geçerli olduğunu belirtmiştir. Andenas, s. 150; Kershaw, s. 94-95; Ayoğlu, s. 201. Şirketin, paysahipleri sözleşmesine taraf olmasına dair İngiliz ve Rus hukuku açısından karşılaştırmalı bir inceleme için bkz. Gomtsian, s. 15 vd. İsviçre hukukunda ise hakim görüş, kanuna karşı hile olarak değerlendirilebileceği nedeniyle şirketin paysahipleri sözleşmesine taraf olamayacağı yönündedir. Pichonnaz, Erdem, Esmailzadeh Jourabchi, Dural, s. 508 dpn. 23 aktaran: Ayoğlu, s. 202.

²²⁸ Hefermehl/Bungeroth (Gessler AktG) § 54, N. 26; Lutter, KölnKomm § 54. N.21; Stirneman, Die Vertragspartien des Aktionaersbindungsvertrages, ZBJV 2000, s. 585 aktaran: Okutan Nilsson, s. 312. Bu tür sözleşmeler Alman hukukunda Yüksek Mahkeme İçtihatları ve doktrin tarafından geçerli kabul edilse de yürürlükteki 1965 tarihli Alman Paylı Ortaklıklar Kanunu'nun 136. paragrafının 3. fıkrasına göre batıl olduğu ifade edilmektedir. İsviçre hukukunda ise hakim görüş bu tür sözleşmelerin geçerli olduğu yönünde ise de yeni görüşler geçersizlik tespitinde yoğunlaşmaktadır. Bu değerlendirmelere ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 40.

²²⁹ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 39. Uygulamada, ilgili şirketin, paysahipleri sözleşmesine taraf olmasını gerektiren hususlar için bkz. Miliauskas, **Company Law Aspects of Shareholders' Agreements in Listed Companies**, s. 186.

²³⁰ TTK'de genel kurul ile yönetim kurulu arasındaki ilişkinin niteliğine ilişkin değerlendirme için bkz. Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 146.

²³¹ Uçar, s. 135.

Bu tür konulardan biri olan oy kullanma haklarını ilgilendiren oy sözleşmelerine şirketin taraf olması da özellikle İsviçre hukukunda hakim görüş tarafından hükümsüz sayılmaktadır²³². Bunun yanı sıra ortaklığın kendi pay sahiplerinin haklarını sınırlandıran bir pay sahipleri sözleşmesine taraf olma yetkisinin olmadığı gerekçesi de ileri sürülmektedir²³³.

İkinci olarak, eğer pay sahipleri sözleşmesinin konusu yönetim kurulunun yetki alanına giriyorsa, o zaman ortaklığın bu tür bir pay sahipleri sözleşmesine taraf olması mümkün olacaktır. Bu durumda da ortaklık ile pay sahipleri arasındaki ortaklık ilişkisi dikkate alınmayacak, ortaklık pay sahipleri açısından, pay sahipleri sözleşmesine taraf olmuş bir üçüncü kişi gibi değerlendirilecektir²³⁴.

Sonuç olarak, kanımızca şirketin pay sahipleri sözleşmesine taraf olup olamayacağı hususunda sözleşmenin içeriği ile TTK'nin emredici hükümleri arasındaki ilişkinin belirleyici olacağı söylenebilir. Bu emredici hükümlere aykırı bir içerik taşımadığı sürece²³⁵ şirket pay sahipleri sözleşmesine taraf olabilecek; aykırılığa rağmen taraf olmuşsa ilgili pay sahipleri sözleşmesi hükümleri şirketi bağlayıcı bir nitelik taşımayacaktır.

d. Amaç ve İşlev

Pay sahiplerinin, pay sahipleri sözleşmesi akdederek elde etmek istedikleri amaçlar; temelde sözleşmeye konu ortaklığın karar alma süreçleri üzerinde etki sahibi olma ve bu ortaklığın yapısını planlama veya ortaklığı kişiselleştirmektir²³⁶. Bu temel amaçlara hizmet etmek üzere pay sahipleri sözleşmesini akdeden pay sahipleri, ortaklığın esas sözleşmesinde kanunen yer alamayacak konuların

²³² Patry, 80a; Böckli, N. 1442, Böckli, ZBJV 1993, s.580; Glattfelder, s. 266a; Meyer, ZBJV 2000, s. 421 vd; Stirnemann ZBJV 2000 s. 585; Stuber, s. 107 aktaran: Okutan Nilsson, s. 313.

²³³ Böckli, **a.g.e.**, s. 1538; Patry, 80a-81a aktaran: Okutan Nilsson, s. 313. TTK m. 369'da düzenlenen yönetim kurulu üyelerinin özen ve bağlılık yükümlülüğü de bu tür bir sözleşmenin imzalanmasına engel teşkil edecektir.

²³⁴ Okutan Nilsson, s. 312-315.

²³⁵ Örneğin şirketin de taraf olduğu bir pay sahipleri sözleşmesinde diğer sözleşme taraflarının belirli durumlarda şirkete fon sağlamayı yükümlenmesi şirketler hukukunun emredici düzeni ile çelişmediği için böyle bir pay sahipleri sözleşmesine şirketin taraf olması sakınca yaratmayacaktır. Ayoğlu, s. 204.

²³⁶ Monika Hintz-Bühler, **Aktionärbindungsverträge**, Bern: Staempfli, 2001, s. 13; Bozkurt, s. 2-3.

düzenlenebilmesini²³⁷, ortaklığa ilişkin konularda gizlilik²³⁸ ve güvenliğin sağlanmasını²³⁹, ortaklığın pay sahiplerinin arzusuna göre şekillendirilmesini, pay sahipleri ile ortaklık arasındaki bağın güçlendirilmesini, ortaklığın yabancılaşmasının engellenmesini, ortaklıkta güç dengesinin sağlanması ve korunmasını²⁴⁰, ortaklıktaki hakimiyetin ele geçirilmesini²⁴¹ ve ortaklığa yeni pay sahiplerinin gelmesi veya birleşme/devralma/halka açılma hallerinde yeni düzen kurulmasını hedeflemektedir şeklinde ifade edilebilir²⁴².

Paysahipleri sözleşmesinin girişim sermayesi yatırımlarında yerine getirdiği işlevler içerisinde de karşılık bulan amaçlara ilişkin ayrıntılı inceleme bu çalışmanın II-A kısmında yer almaktadır.

3. Paysahipleri Sözleşmesinin Geçerliliği Tartışması

Yukarıda da ayrıntılı olarak ifade edildiği gibi²⁴³ paysahipleri sözleşmesi kanun tarafından öngörülmüş bir sözleşme olmayıp, sözleşme özgürlüğüne dayanılarak akdedilen ‘atipik’ bir sözleşmedir²⁴⁴. TBK m. 26’da belirlenen ilkeler doğrultusunda sözleşmenin tarafları, bir sözleşmenin içeriğini kanunda öngörülen sınırlar içinde özgürce belirleyebileceklerdir. Bu hükümle taraflara yapacakları sözleşmenin tip ve içeriğini belirleme yetkisi verilirken, bu özgürlüklerini ancak

²³⁷ Ayoğlu, s. 199.

²³⁸ Andenas, s. 146; Gross-Bölting, s. 43; Kershaw, s. 93; Miliauskas, **Company Law Aspects of Shareholders’ Agreements in Listed Companies**, s. 176; Ayoğlu, s. 199.

²³⁹ Cadman, s. 2.

²⁴⁰ Ayoğlu, s. 197.

²⁴¹ Ayoğlu, s. 196. Bu amaçla akdedilen paysahipleri sözleşmelerine dair istatistiksel bir inceleme için bkz. Luc Renneboog ve Peter Szilagyi, **Shareholder Engagement at European General Meeting**, ed. Massimo Belcredi ve Guido Ferrarini, **Boards and Shareholders in European Listed Companies**, Büyük Britanya: Cambridge University Press, 2013, s. 322.

²⁴² Stedman ve Jones, s.57 vd.; Okutan Nilsson, s. 75-78; Kenneth W. Clarkson, Roger LeRoy Miller ve Frank B. Cross, **Business Law-Text and Cases**, Kanada: South-Western Cengage Learning, 2009, s. 757; Karina L. Pulec, “Legal Restraints on the Use of Shareholders’ Agreements for Structuring Foreign Investment Deals in Russia”, **Cornell International Law Journal**, C. 45, 2012, s. 494; Miliauskas, “Shareholders’ Agreement As A Tool To Mitigate Corporate Conflict of Interests”, s. 114.

²⁴³ Bkz. bölüm II, B-2-a.

²⁴⁴ Bkz. TTK m. 480’in gerekçesi ve Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 5; Ayoğlu, s. 175.

kanunda öngörülen sınırlar içerisinde kullanabilecekleri de ifade edilmektedir. “*Kanunda öngörülen sınırlar içinde*” ifadesinden anlaşılması gereken yapılmak istenen sözleşmesinin hukuka uygun olması gereğidir. Hukuka uygun olma kıstasları ise TBK’nin bir sonraki maddesinde kanunkoyucu tarafından kesin hükümsüzlük başlığı altında belirlenmiştir. TBK m. 27/1’e göre kanunun emredici hükümlerine, ahlâka, kamu düzenine, kişilik haklarına aykırı veya konusu imkânsız olan sözleşmeler kesin hükümsüz olacaktır. Maddenin ikinci fıkrası uyarınca akdedilen sözleşmenin içerdiği hükümlerden bir kısmının geçersiz olması durumunda diğerlerinin geçerliliği etkilenmeyecektir. Ancak bu hükümler olmaksızın sözleşmenin yapılmayacağı açıkça anlaşılırsa, sözleşmenin tamamı kesin hükümsüz olacaktır²⁴⁵.

Paysahipleri sözleşmesinin odağında anonim ortaklık olduğu için TBK m. 27’de ifade edilen koşullar incelenirken TTK’de yer alan anonim ortaklığa dair emredici hükümler²⁴⁶ ile kamu düzeninin yansıması olan anonim ortaklığa egemen olan ilkeler ve anonim ortaklığın temel nitelikleri²⁴⁷ de göz önünde bulundurulmalıdır²⁴⁸.

Bu bölümde paysahipleri sözleşmesi TBK m. 26-27’de yer alan kıstaslar bakımından yukarıda ifade edilen ticaret hukuku hükümleri de dikkate alınarak incelenecektir.

a. Kanuna Aykırılık

TBK m. 27/1’e göre bir sözleşme kanunun emredici hükümlerine aykırı olamaz. Aykırılık olması durumunda sözleşme kesin hükümsüz olacaktır. Burada yer alan “kanun” ibaresi ile sadece TBK işaret edilmemiş olup hukuk düzeninin tamamı

²⁴⁵ Selâhattin Sulhi Tekinay, Sermet Akman, Halûk Burcuoğlu ve Atillâ Altop, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 1993, s. 242; Fikret Eren, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2017, s. 353; Kemal Oğuzman ve Turgut Öz, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, C. I, İstanbul: Vedat Kitapçılık, C. I, 2018, s. 180.

²⁴⁶ AO’lar açısından emredici hükümler ilkesi ile ilgili ayrıntılı inceleme için bkz.; Yılmaz, s. 24 vd.

²⁴⁷ TBK m. 27’ye göre yapılan incelemeye takılacağı için AO’nun temel nitelikleri olan tüzel kişilik, paysahibinin şirketin borçlarından dolayı sorumlu olmaması, sermayenin belirliliği ve bölünmüşlüğü özellikleri değiştirilemeyecektir. Karasu, s. 199.

²⁴⁸ Okutan Nilsson, s. 115.

kastedilmiştir²⁴⁹. Paysahipleri sözleşmesi konusu itibariyle ortaklıklar hukuku ile borçlar hukukunun kesişim alanında yer aldığı için çoğunlukla TBK, TTK ve sermaye piyasası hukukuna tâbi ortaklıklar açısından SerPK'nin emredici hükümleri paysahipleri sözleşmesinin geçerliliği incelemesinde dikkate alınacaktır.

TTK'nin "Emredici hükümler" başlıklı 340. maddesine göre TTK'nin anonim ortaklıklara ilişkin hükümlerinden TTK'nin açıkça izin verdiği hususlarda sapılabilecektir²⁵⁰. Bu hükümden, kanunkoyucunun anonim ortaklıklar için belirlediği kanunî düzenden sapılmasına sıcak bakmadığı ve olası sapmaları mümkün olduğunca önlemeye çalıştığı anlaşılmaktadır²⁵¹. Hâlbuki paysahipleri sözleşmeleri ile yapılmak istenen, yan bir düzen kurulmak suretiyle bu kanunî düzenden sapılmasıdır. Bu noktada yapılacak paysahipleri sözleşmesinin geçerli olabilmesi için TTK'de yer alan emredici hükümlere, niteliği itibariyle kamu düzeninden sayılan hükümlere ve anonim ortaklığın temel yapısına ilişkin ilke ve kurallara aykırı olmaması gerekir.

TTK'de yer alan emredici hükümler kimi zaman ilgili maddelerde "yapılamaz", "edilemez" veya "aksi kararlaştırılmaz" şeklinde açıkça ifade edilmekte kimi zaman da ilgili hükümlerin yorumlanması ile ortaya çıkmaktadır²⁵².

²⁴⁹ Tekinay, Akman, Burcuoğlu ve Altop, s. 395; Necip Kocayusufpaşaoğlu, Hüseyin Hatemi, Rona Serozan ve Abdülkadir Arpacı, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, C. I, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2014, s. 532; Eren, s. 334; Oğuzman ve Öz, s. 82.

²⁵⁰ TTK m. 340'ın, özel hukukun temeli olan sözleşme özgürlüğünü gereksiz bir biçimde sınırlandırdığına, emredici hükümlerin belirlenmesi hususunda belirsizlik yarattığı ve ticaret sicil müdürlerine gereğinden fazla yetki tanıdığına dair görüşler için bkz. Mehmet Bahtiyar, "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın Dili ve Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi", **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, S. 61, 2005, s. 71; Moroğlu, **Değerlendirme ve Öneriler**, s. 138-139; Cafer Eminoğlu ve Berin Dalgıç Altıntaş, "Türk Ticaret Kanunu'nun 340. Maddesi: Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğü'nün Sonu mu?" **Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 9, S. 2, 2014, s. 22; Sabih Arkan, **Ticari İşletme Hukuku**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2018, s. 20.

²⁵¹ AO'lara ilişkin öngörülen emredici hükümler ile anonim ortaklık esas sözleşmelerine belli bir standart getirilerek hukukî güvenlik ve öngörülebilirliğin sağlanması, mevcut ve müstakbel paysahiplerinin ve şirket çalışanları ve alacaklıları gibi diğer menfaat gruplarının özellikle bilgi asimetrisi nedeniyle uğrayabilecekleri hak kayıplarının önlenmesi amaçlanmaktadır. Karasu, s. 46 vd.; John Armour, Henry Hansmann, Reiner Kraakman ve Mariana Pargendler, "What Is Corporate Law?", ed. Reinier Kraakman, John Armour, Paul Davies ve diğerleri, **The Anatomy of Corporate Law**, ABD: Oxford University Press, 2017, s. 19.

²⁵² Bünyamin Gürpınar, **Hukukun Temel Kavramları**, Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Yayınları, 2010, s. 30. Emredici hükümler ilkesinin özel olarak TTK'de düzenleniş şekline ilişkin bilgi için bkz. Karasu, s. 48 vd.

Bunların yanı sıra paysahipliğine bağlı azlık, imtiyazlı pay sahipliği gibi bireysel ve çıkar gruplarının haklarını gözetken hükümler, kamu düzenini ilgilendirdikleri derecede geçerlilik denetiminde dikkate alınacaktır. Anonim ortaklığın temel yapısına ilişkin değiştirilmez temel ilkeler olan tüzel kişiliğe, sermayenin belirli ve paylara bölünmüş olmasına, anonim ortaklığın borçlarından dolayı sadece malvarlığı ile sorumlu olmasına, paysahibinin ortaklığın borçlarından sorumlu olmamasına ve tek borç ilkesine aykırı olan paysahipleri sözleşmeleri veya ilgili hükümleri geçerlilik denetimine takılma riski taşımaktadır.

TTK’de paysahipleri sözleşmesini düzenleyen bir maddeye yer vermeyen kanunkoyucunun bu tür sözleşmeleri yasaklama ya da ifası talep edilemez kılma iradesinde olup olmadığı tartışılabilir. Kanunkoyucunun bu husustaki iradesinin anlaşılmasında TTK m. 336/1’in kendisi ve m. 380/1’in gerekçesi yardımcı olmaktadır.

TTK m. 336/1’de “*ayın ve işletme devralınmasına ilişkin olanlar da dâhil olmak üzere, kurulmakta olan şirketle, kurucular ve diğer kişilerle yapılan ve kuruluşla ilgili olan sözleşmeler*” kuruluş belgeleri olarak sayılmış ve bu belgelerin sicil dosyasına konulması zorunlu tutulmuştur. Söz konusu sözleşmelerin içerisine kuruluş öncesi ve sırasında yapılan paysahipleri sözleşmelerinin girip girmediği de tartışılmaktadır. Menfaatler dengesi açısından bir yorum yapıldığında, şirketin paysahipleri arasında yapılan paysahipleri sözleşmelerinin kuruluş belgeleri arasında kabul edilmemesi; paysahipleri ile şirket arasında yapılan ve şirketin bir taahhüt altına girdiği sözleşmelerin ise kuruluş belgesi niteliğinde kabul edilmesi uygun olacaktır²⁵³. Madde gerekçesine göre ise kanunkoyucu bu düzenleme ile aleniliği sağlamayı, gizli sözleşme yapılmasını olabildiğince önlemeyi ve paysahipleri sözleşmesini kuruluşun ve şirketler hukukunun saçağının dışında tutmayı amaçlamıştır²⁵⁴. Kanunkoyucunun paysahipleri sözleşmesine sıcak bakmamasının nedeninin de doğası gereği paysahipleri sözleşmesinin gizli olarak yapılması ve bu durumun hem paysahiplerinin hem de sermayenin korunmasını hedefleyen TTK

²⁵³ Uçar, s. 138.

²⁵⁴ Ancak paysahipleri sözleşmelerinin kuruluş belgeleri ile birlikte sicil dosyasına konması, bu sözleşmelerin akdedilme nedenlerinden biri olan gizlilik özelliği ile çelişmektedir.

hükümlerinin bertaraf edilmesine neden olması olduğu bu gerekçeden anlaşılmaktadır.

TTK m. 480/1'in gerekçesine göre de son yıllarda dünyada en 'popüler' atipik sözleşmeler olarak nitelendirilen pay sahipleri sözleşmeleri esas sözleşme düzeni yanında başka bir 'yan düzen' oluşturmaktadır²⁵⁵. Kanunkoyucu kendisi de TTK m.480/1'de "*Kanunda öngörülen istisnalar dışında, esas sözleşmeyle pay sahibine, pay bedelini veya payın itibarî değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemez.*" fıkrası ile tek borç ilkesine açıkça yer vererek anonim şirketlerde esas sözleşme düzenini egemen kılmayı, borçlar hukuku sözleşmeleriyle oluşturulabilecek yan düzenin esas sözleşme düzenini ortadan kaldırmasına sınırsız bir şekilde izin vermemeyi hedeflediğini ifade etmektedir. Yine TTK m. 480/1 gerekçesine göre kanunkoyucu yan düzenin bazı hükümlerini sorgulanabilir hale getirdiğini, ancak bu madde ile başka kanunlara engel olucu bir vasıta düzenlenmediğini, böyle bir işlevi sınırlı olarak "*Diğer kanunların, öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümleri o kanuna özgülenmiş olarak hüküm doğururlar.*" şeklindeki TTK m. 340'ın haiz olduğunu ifade etmiştir²⁵⁶.

Yasakoyucu, eTTK'de tek borç ilkesini düzenleyen m. 405/1'de geçen "*fazla bir şey ödemeye esas mukavele ile dahi mecbur tutulamaz*" ifadesi ile ödeme sözcüğünün vurgulanması dolayısıyla öğretide, bu hükmün sermaye ve prim borcu dışındaki diğer para borçlarını kapsamadığı görüşünün ileri sürülmesine sebep olduğunu gerekçede ifade etmekte ve TTK m. 480'de "*borç yükletilemez*" ifadesinin bilinçli olarak tercih edildiğini; hükümdeki borç sözcüğünün geniş anlamda anlaşılması gerektiğini ifade etmektedir. İlgili TTK maddelerinin gerekçesinde yer alan bu değerlendirmeye göre, tek borç ilkesinin kapsamı parasal yükümlülükler göre

²⁵⁵ Şirketler hukukunda yan düzen yaratan pay sahipleri sözleşmelerinin benzer kavramlar olan üçüncü kişi sıfatıyla yapılan işlem ve esas sözleşmeden farkına ilişkin değerlendirme için bkz. Öztürk Akkartal ve Kandiraloğlu, s. 6-10.

²⁵⁶ Berna Tepe, "Increasing Shareholder Commitments at Joint-Stock Corporations under Turkish Commercial Law", **Law & Justice Review**, S.10, 2015, s. 39. Diğer kanunların öngörülmesine izin verdiği tamamlayıcı esas sözleşme hükümlerinin geçerliliği ve uygulanabilirliğine ilişkin TTK'nın 340. maddesinin ikinci cümlesinin gereksiz ve karışıklık yaratan bir hüküm olduğu yönünde bkz. Karasu, s. 63; Gönen Eriş, **Ticari İşletme ve Şirketler Cilt II**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2017, s. 1845.

geniştirildiği için paysahipleri sözleşmesinde taraflarca ifa edilmesi öngörülen edimlerin de tek borç ilkesine aykırılık teşkil etmesi ihtimali artmaktadır²⁵⁷.

Paysahipleri sözleşmesi ile TTK'nin yukarıda kategorik olarak ifade edilen emredici hükümleri arasındaki ilişki ele alındığında; anonim ortaklıkta esas sermayenin kanunda emredilen miktarın altına düşürülmesi, bilançoda imkân olduğu görüldüğü halde ortaklara hiç kâr dağıtılmaması, gerekli koşul sağlanmadan bir paysahibinin ortaklıktan çıkarılmasının mümkün kılınması gibi TTK'nin emredici hükümlerine aykırı olarak yapılan paysahipleri sözleşmelerinin bâtil olduğu kabul edilecektir²⁵⁸. Benzer şekilde, uygulamada sıklıkla başvurulmaya çalışılan, pay devri kısıtlamalarını ya da oy hakkından yoksunluğa ilişkin TTK hükümlerini etkisiz kılmayı amaçlayarak Kanun'u dolanan paysahipleri sözleşmeleri de niteliklerine göre bâtil sayılabilecektir²⁵⁹.

TTK'nin yukarıda ifade edilen ilgili maddelerinin lafızları ve gerekçeleri birlikte değerlendirildiğinde; kanunkoyucunun, paysahiplerini ve sermayeyi korumayı amaçlayan düzenlemelere göre şekillenen esas sözleşme düzenini, onu ortadan kaldırma ya da aşırı derecede sınırlama tehlikesi barındıran paysahipleri sözleşmesine karşı koruduğu; ancak bu korumanın paysahipleri sözleşmesini mutlak ve sınırsız bir biçimde kanuna aykırı olarak nitelendirme yoluyla yasaklama şeklinde değerlendirilmemesi gerektiği anlaşılmaktadır²⁶⁰. Yukarıda ifade edilen kıstaslara uygun paysahipleri sözleşmelerinin sözleşme özgürlüğü çerçevesinde geçerli bir biçimde akdedilebilmeleri mümkündür²⁶¹.

b. İmkânsızlık

TBK m. 27'de kesin hükümsüzlük nedenlerinden biri olarak ifade edilen imkânsızlık (*Imposibilum nulla obligatio est.*) bir edimin ifasının doğal, fiilî veya

²⁵⁷ Bkz. bölüm III, B-3.

²⁵⁸ Eriş, s. 2009.

²⁵⁹ Bu hususta ayrıntılı inceleme için bkz. Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 64-67.

²⁶⁰ Sunar, Çonkar ve Kızılkaya, s. 99; Karasu, s. 199.

²⁶¹ Okutan Nilsson, s. 113; Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 11 vd.

hukuki nedenlerle gerçekleşmez nitelikte olması²⁶² şeklinde tanımlanmaktadır. İmkânsızlık, objektif ve sübjektif imkânsızlık olarak ikiye ayrılmaktadır. Sübjektif imkansızlıkta edimin, sadece borçlu tarafından yerine getirilememesi söz konusu olup bu durum sözleşmenin geçerliliğini etkilemeyecektir.²⁶³ Ancak sübjektif imkânsızlık kendinde doğan taraf borçlar hukuku yaptırımları çerçevesinde sorumlu olacaktır²⁶⁴. Objektif imkânsızlık ise sözleşmenin yapıldığı anda borçlu da dahil olmak üzere hiç kimse tarafından ifanın gerçekleştirilememesi durumudur²⁶⁵.

Bir paysahipleri sözleşmesinin imkânsızlık dolayısıyla kesin hükümsüz olması için sözleşme edimlerinde hukuk düzeni tarafından tanınmayan bir hak ya da tasarruf yer almalıdır. Bu tür durumların uygulamada çok nadiren de olsa gerçekleşebileceği ve bu takdirde kesin hükümsüzlük yaptırımı ile karşı karşıya kalınacağı ifade edilmektedir²⁶⁶.

c. Ahlâka ve Kişilik Haklarına Aykırılık

TBK m. 27’de yer alan kesin hükümsüzlük sebeplerinden biri de ahlâka ve kişilik haklarına aykırılıktır. Ahlâka aykırılık yasada tanımlanmamış olsa da öğretide bir sözleşmenin aydın, vicdanlı, makul ve namuslu insanların doğruluk ve insaf duygularını inciten taahhütler içermesi durumunda ahlâka aykırı olacağı kabul edilmektedir²⁶⁷. Kişilik haklarına ilişkin koruma ise TMK m. 23’te “*Kimse, hak ve fiil ehliyetlerinden kısmen de olsa vazgeçemez. Kimse özgürlüklerinden vazgeçemez veya onları hukuka ya da ahlâka aykırı olarak sınırlandırmaz.*” şeklinde ifade

²⁶² Tekinay, Akman, Burcuoğlu ve Altop, s. 403; Kocayusufpaşaoğlu, Hatemi, Serozan ve Arpacı, s. 578; Eren, s. 344; Oğuzman ve Öz, s. 87 vd.

²⁶³ Şirketin ortağı olmamasına rağmen şirket paylarına dair taahhütler içeren bir paysahipleri sözleşmesini imzalayan kişinin, ileride ortak olamaması durumunda söz konusu taahhütleri yerine getirememesi sübjektif imkânsızlık teşkil edecek ve paysahipleri sözleşmesinin geçerliliğini etkilemeyecektir.

²⁶⁴ Eren, s. 346.

²⁶⁵ Eren, s. 346.

²⁶⁶ Okutan Nilsson, s. 122.

²⁶⁷ Tekinay, Akman, Burcuoğlu ve Altop, s. 398; Kocayusufpaşaoğlu, Hatemi, Serozan ve Arpacı, s. 550 vd.; Eren, s. 340; Oğuzman ve Öz, s. 85.

edilmiştir. Böylece kişilik haklarının korunmasında da sınır belirlemek için hukukun yanı sıra ahlâk da ölçüt olarak alınmıştır²⁶⁸.

Bir sözleşmede, taraflarca yüklenilen taahhüdün kapsamı ve süresi, taraflardan birinin kişisel ya da ekonomik özgürlüğünü aşırı derecede kısıtlıyorsa bu sözleşme ahlâka ve kişilik haklarına aykırı kabul edilecektir²⁶⁹. Hem gerçek hem de tüzel kişiler açısından mümkün olabilen ekonomik özgürlüğün kısıtlanması durumunda İsviçre Federal Mahkemesi “*taahhüt altına giren kişiyi karşı tarafın iradesine teslim eden, ekonomik özgürlüğünü kaldıran veya bu özgürlüğü kişinin ekonomik varlığının temellerini tehlikeye atacak kadar kısıtlayan*” sözleşmeleri ahlâka aykırı olarak kabul etmiştir²⁷⁰.

Paysahipleri sözleşmesinin konusunu teşkil eden paysahipliği hakları, bir sermaye ortaklığı türü olan anonim ortaklıklarda, kişiye sıkı sıkıya bağlı haklar değil, bir malvarlığı parçası olan pay senedine bağlı ve kural olarak sermaye ve pay oranında kullanılabilen haklar olduğu için²⁷¹ bu haklara ilişkin bir kişilik haklarına aykırılıktan bahsedilemeyecektir. Ancak paysahipliğine bağlı hakların paysahipleri sözleşmesinde yer alan taahhütlerle tarafların ekonomik özgürlüğünü kısıtlayacak derecede sınırlandırılması durumunda ahlâka aykırılık doğabilecektir²⁷². Aynı şekilde

²⁶⁸ Kocayusufpaşaoğlu, Hatemi, Serozan ve Arpacı, s. 565.

²⁶⁹ Bucher, AT ss15 VII, s. 259 vd; Gauch/Schluep, N. 659 vd; Guhl/Koller/Schnyder/Druey, s. 41, Huguenin, BaslerKomm, Art. 20 N. 43, 35; Kramer, BernKomm Art. 19-20, N. 225 aktaran: Okutan Nilsson, Paysahipleri Sözleşmeleri, s. 124. Bu tür sözleşmeler “cendere sözleşmeleri” (*Knebelungsvertraege*) olarak anılmaktadır. Yeşim Atamer, **Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi**, İstanbul: Beta, 2001, s. 155. Bu durumu dikkate alan Amerikan Hukukunda, Model Ticaret Ortaklığı Yasası (*Model Business Corporation Act*)’na göre oy sözleşmeleri en fazla on yıllık bir süre için imzalanabilmekte ve süresi ancak bir on yıl daha uzatılabilmektedir. Siems, s. 56; Marco Ventoruzzo, **Why Shareholders’ Agreements are not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation**, Penn State Law Legal Studies Research Paper No. 42, 2013, s. 2. Model Ortaklıklar Yasası’ndan önce de oy sözleşmelerinin makul bir süre (en azından vekaletle ilişkin düzenlenmiş azami süre) ile sınırlandırılmış olması, öğretilde oy sözleşmeleri hazırlanırken dikkat edilmesi gereken hususlardan biri olarak ifade edilmekteydi. LeRoy H. Redfern, “Corporations: Shareholders’ Voting Agreements: Drafting Precautions”, **Michigan Law Review**, C. 46, S. 1, 1947, s. 76.

²⁷⁰ BGE 104 II 1, 8, 114 II 159, 162; 111 II 330-337; BGE 114 II 159 E. 2b S. 163; BGE 123 III 337 E. 5 S. 345 f.; BGE 114 II 159 E. 2a S. 162. (www.swisslex.ch)

²⁷¹ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s.29.

²⁷² Glattfelder, N. 251a; Stuber, s. 97 aktaran: Okutan Nilsson, s.125.

paysahipleri sözleşmesinin odağında yer alan anonim ortaklığın ekonomik özgürlüğü aşırı derecede kısıtlanmışsa, bu durum da ahlâka aykırı kabul edilebilecektir²⁷³.

Bir paysahipleri sözleşmesinin süresinin uzunluğu nedeniyle tarafların ekonomik özgürlüklerini kısıtlaması tartışılırken somut bir kıstas bulunmamaktadır. Sözleşmenin süresi ve içeriği somut olayın koşullarına göre bütüncül olarak değerlendirilmelidir²⁷⁴. Ekonomik özgürlüğü kısıtlayacak uzun süre niteliğinde ilişkin İsviçre Federal Mahkemesi'nin farklı kararları mevcuttur²⁷⁵. İsviçre Federal Mahkemesi'nin bu konuda verdiği kararlar sonucunda bazı kriterler ortaya çıkmıştır: Eğer sözleşme ilişkisi taraflardan biri için ekonomik özgürlüğün devri anlamına geliyorsa ya da taraflardan birini diğerinin keyfine tâbi olma durumuna sokuyorsa veya taraflardan biri için özgürlüğün özünü tehlikeye sokuyorsa sözleşme süresinin uzunluğunun kişilik haklarına aykırı olduğu kabul edilecektir²⁷⁶.

Sözleşmelerin süre yönünden kişinin ekonomik özgürlüğünü ve dolayısıyla kişilik haklarını ihlal etmesi açısından Yargıtay da rekabet etmeme koşulu görünümünde ancak kelepçeleme sözleşmesi niteliğinde olan sözleşmeleri ve bu sözleşmelerde yer alan sözleşmesel cezaları ekonomik özgürlüğün kısıtlanması gerekçesiyle geçersiz kabul etmektedir²⁷⁷.

Ayrıca paysahipleri sözleşmesinin süresinin genellikle ilgili ortaklığın yaşam süresine bağlı tutulması, ortaklığın da belirsiz süreli kurulabilmesi bu tür paysahipleri sözleşmesinin belirsiz süreli bir sözleşme haline gelip gelmediği tartışmasını yaratmaktadır. Bu nedenle İsviçre hukukunda paysahipleri sözleşmesinin

²⁷³ Böckli, Das Aktienstimmrecht und seine Ausübung durch Stellvertreter, Basel 1961, s. 59; Glattfelder, s.251a-252a aktaran: Okutan Nilsson, s.125.

²⁷⁴ Boesebeck, Abstimmungsvereinbaurungen mit Aktionären. Unter besonderer Berücksichtigung des Referententwurfs eines Aktiengesetzes, NJW 1960, 7, s.9. aktaran: Nilsson, s.125. Paysahipleri sözleşmesinin süresinin yasal olarak sınırlanmasını ekonomik ve psikolojik gerekçelerle olumlayan ve Amerikan hukuku bağlamında değerlendiren görüş için bkz. Melvin Aron Eisenberg, Ralph K. Winter ve Fred S. McChesney, "The Structure of Corporation Law", *Columbia Law Review*, C. 89, 1989, s. 1466.

²⁷⁵ BGE 88 II 172, 174; BGE 106 II 226 (www.swisslex.ch).

²⁷⁶ Jdt 1986167; RO 114 II 160=JdT 1989 2 aktaran: Saibe Oktay Özdemir, "Uzun Süreli Sözleşmelerin Geçerliliği ve Sona Erme Düzeni", *İÜHFİM*, C: LV, S. 3, 1997, s. 223.

²⁷⁷ Yargıtay 11. HD, 13.05.2013 t., 2012/17736 E., 2013/9814 K. (www.kazanci.com)

süresinin ortaklığın yaşam süresi ile bağlı tutulması kabul edilmemektedir²⁷⁸. Ancak sürekli edimli sözleşmelerde haklı nedenle fesih imkanı²⁷⁹ ve adi ortaklık görünümündeki paysahipleri sözleşmelerinde ihbar süresine uyularak fesih olanağı²⁸⁰ öğretide kabul edildiği için bu imkânlar varken sözleşmenin süresinin uzunluğunun ahlâka aykırılığı yargısının kabulü olasılığı azalmaktadır²⁸¹.

Öğretide ise paysahipleri sözleşmesinin sırf oy hakkının kullanılmasına ilişkin olması nedeniyle genel olarak ahlâka aykırı bulunduğu kabul edilemeyeceği²⁸², hatta birçok hâlde bu sözleşmeler vasıtasıyla ahlâka aykırı hedeflere ulaşılmasının önlenebileceği²⁸³; yine de içeriği ve nitelikleri bakımından ahlâka aykırılık teşkil edebilecek sözleşmelerin de olabileceği örnekler ile açıklanarak kabul edilmektedir. Örneğin uzun yıllar belirli bir yönetim kurulunun seçilmesi yönünde oy kullanma veya azil için oy kullanmama taahhüdü gibi taahhütlerin ahlâka aykırı olduğu kabul edilmektedir²⁸⁴. Benzer şekilde, paysahipleri sözleşmesi ile oy satımı, paysahibinin oyunu kullanmadaki özgür iradesini ahlâka aykırı olarak kısıtladığı için ahlâka aykırı kabul edilmektedir²⁸⁵.

d. Kamu Düzenine Aykırılık

TBK m. 27’de yer alan kesin hükümsüzlük nedenlerinden biri de kamu düzenine aykırılıktır. Toplumun önemli ve doğrudan doğruya menfaatlerini koruyan hukuk kurallarının kamu düzenini oluşturduğu ifade edilmektedir²⁸⁶. Kamu düzeni

²⁷⁸ Lang, s.51.

²⁷⁹ Bkz. bölüm II, B-4-b.

²⁸⁰ Bkz. bölüm II, B-4-a.

²⁸¹ Glattfelder, s. 338a-339a, aktaran: Nilsson, s.126.

²⁸² Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 26.

²⁸³ Moroğlu tarafından aktarılan Adana 5. Asliye Hukuk Mahkemesi’nin 28.12.1977 tarih ve 1976/50 E. ve 1977/830 K sayılı kararında, davaya konu oy sözleşmesinin hakim sermaye grubuna karşı azınlık haklarını teminat altına almak gibi amaçlarla akdedildiği ve ahlâka, adaba ve kanuna aykırı olmadığı sonucuna varılmıştır. Bkz. Moroğlu, *Oy Sözleşmeleri*, s. 26.

²⁸⁴ Böckli, Aktienstimmrecht, s. 59, Zluhan, Abstimmungsvereinbarungen des privaten Gesellschaftstechts, AcP 62, 1928, 257, s. 274. aktaran: Nilsson, s.125.

²⁸⁵ Yüksel, s. 64.

²⁸⁶ Tekinay, Akman, Burcuoğlu ve Altop, s. 402; Kocayusufpaşaoğlu, Hatemi, Serozan ve Arpacı, s. 544 vd.; Oğuzman ve Öz, s. 83.

kavramına, toplumun temelini (altyapısını) oluşturduğu için ekonomik düzen de girmektedir. Kanunkoyucu tarafından kendisine kanuni bir düzen oluşturulmuş olan anonim ortaklıklara ilişkin paysahipleri sözleşmeleri ile bu ortaklık türünün yaratılması ile amaçlanan işlevlerin ya da korunan paysahipliği haklarının ortadan kaldırılması kamu düzenine aykırılık teşkil edebileceği için bu durum da dikkate alınmalıdır.

4. Paysahipleri Sözleşmesinin Sona Ermesi

a. Adi Ortaklık Oluşturan Paysahipleri Sözleşmelerinin Sona Ermesi

Bir paysahipleri sözleşmesi, bir adi ortaklık²⁸⁷ teşkil ediyorsa²⁸⁸, sözleşme tarafları da bu adi ortaklığın ortakları olarak kabul edilecektir²⁸⁹. Söz konusu paysahipleri sözleşmesinin sona ermesi de adi ortaklığın sona ermesi hükümlerine tâbi olacaktır. Adi ortaklığın sona erme sebepleri TBK'nin 639 ve 640. maddelerinde sayılmıştır.

TBK m. 639/1'dan hareketle; paysahipleri sözleşmesinde öngörülen amacın gerçekleşmesi veya gerçekleşmesinin imkânsız duruma gelmesi adi ortaklığın sona

²⁸⁷ Literatürdeki adi ortaklık tanımlarını inceleyen Barlas'ın, tarafımızca da benimsenen ve paysahipleri sözleşmesinin bir adi ortaklık oluşturup oluşturmadığı kararının verilmesinde dikkate alınması yararlı olacak olan tanımı şöyledir: “*Adi ortaklık, emeklerini veya araçlarını herhangi bir müşterek amaç doğrultusunda birleştirerek, bu amaca ulaşma konusunda birlikte çaba göstermeyi sözleşmeyle birbirlerine karşı yükümlenen kişilerce oluşturulan, tüzel kişiliği bulunmayan bir kişi topluluğudur.*” Barlas, s. 18.

²⁸⁸ Uygulamada paysahipleri sözleşmeleri çoğunlukla adi ortaklık niteliğine sahiptir. Yüksel, s. 57; Öztürk Akkartal ve Kandırılıoğlu, s. 5; Moroğlu, s. 48; Barlas, s. 117; Bloch, s. 46-47 aktaran: Ayoğlu, s. 178; Uçar, s. 137. Paysahipleri sözleşmesi ile bir adi ortaklık yapısının meydana gelmediği, sözleşme taraflarının amaçlarının adi ortaklık kurmak değil münhasıran AO ortağı olarak hak ve yükümlülüklerini belirlemek olduğu yönünde bkz. Esin ve Lokmanhekim, s. 67. Özellikle oy sözleşmesi şeklindeki paysahipleri sözleşmelerinin, sözleşme taraflarının ortak bir amaç etrafında birleşmeleri dolayısıyla adi ortaklık niteliğinde olduğu yönünde bkz. Poroy, (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 40; Peter Jung, Peter V. Kurz ve Harald Baertschi, **Gesellschaftsrecht**, İsviçre: Schulthess, 2016, s. 307. Bu sözleşmelere çoğunlukla vekâlet ve adi ortaklık hükümlerinin uygulanacağı yönünde bkz. Tekinalp, (Poroy ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, s. 43.

²⁸⁹ İmzalanan paysahipleri sözleşmesinde, TBK m. 620'de düzenlenen adi ortaklık hükümlerine tâbi olunmayacağı açıkça ifade edilmiş olsa bile bu ifade adi ortaklıklara ilişkin emredici hükümlerin uygulanmasını engelleyemeyecek; en fazla adi ortaklıklara ilişkin yedek hukuk kurallarının uygulanmasını önleyebilecektir. Barlas, s. 118-119. Uygulamada paysahipleri sözleşmesinde, taraflar arasında bir adi ortaklık ilişkisi doğmadığını ifade etmek üzere “no partnership clause”una yer verilmektedir. Böyle durumlarda taraf iradelerine değer verilmesi ve kıyasen dahi olsa adi ortaklık hükümleri uygulanmasından kaçınmaya çalışılması gerektiği yönünde bkz. Ayoğlu, s. 188.

erme sebebidir. Bu tür bir sebep tüm ortaklar açısından ortaya çıkacak olup bahsedilen imkânsızlık objektif olmalıdır²⁹⁰. Sözleşme ile öngörülen amaca ulaşmanın imkânsız hâle gelmesine örnek olarak, önemli ölçüde paya sahip olan sözleşme tarafı bir ortağın paylarını satması, bunun sonucunda sözleşme tarafı diğer ortakların kendi payları toplamı ile paysahipleri sözleşmesi ile ulaşmak istedikleri amacı gerçekleştirmelerinin artık mümkün olmaması verilebilir²⁹¹.

Sözleşmede ortaklığın mirasçılar ile sürdürülmesi konusunda bir hüküm olmaması durumunda ortaklardan birinin ölmesi TBK 349/2’de bir sona erme sebebi olarak zikredilmiştir. Paysahipleri sözleşmelerinin çoğunluğunun, ölüm halinde mirasçılar ile devama ilişkin hüküm içerdiği ifade edilse de²⁹² ölüm durumunda ortaklığın sona ermesi yerine, mirasçılar olmadan ortaklığa devam edileceği de sözleşmede belirtilebilir. Bunu gerçekleştirmek üzere sözleşmede, ölen ortağın mirasçılara karşı, ölen ortağın payını satın almaya dair diğer sözleşme taraflarına alım hakkı düzenlenebilir²⁹³.

Sözleşmede ortaklığın devam edeceğine ilişkin bir hükmün olmadığı durumda bir ortağın kısıtlanması, iflası veya tasfiyedeki payının cebri icra yoluyla paraya çevrilmesi de sona erme sebebi olacaktır.

Bütün ortakların oy birliği ile sona ermeye karar vererek adi ortaklık niteliğindeki paysahipleri sözleşmesini sona erdirmeleri (ikale etmeleri) mümkündür. Eğer genel olarak ortaklık kararlarının alınması ya da özel olarak sona erme kararının çoğunlukla alınması kararlaştırılmış ise sona erme kararı çoğunluk kararı ile de alınabilecektir²⁹⁴.

²⁹⁰ Poroy, (Tekinalp ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 76.

²⁹¹ Okutan Nilsson, s. 403.

²⁹² Glattfelder, s. 344a. aktaran: Nilsson, s. 404.

²⁹³ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 105; Glattfelder, s. 344a. aktaran: Okutan Nilsson, s. 404.

²⁹⁴ Poroy/Tekinalp, (Tekinalp/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 80.

Adi ortaklık niteliğindeki paysahipleri sözleşmesi belirli bir süre için kurulmuşsa, bu sürenin bitmesi ile adi ortaklık sona erer. Bu sürenin bitmesine karşın sözleşme taraflarının adi ortaklığın etkinliğini devam ettirdiği tespit edilebiliyorsa TBK m. 640/3 uyarınca adi ortaklık süresiz hâle gelmiş kabul edileceğinde paysahipleri sözleşmesinin süresinin de uzadığı kabul edilecektir. Ancak paysahipleri sözleşmesinin süresiz hâle geldiği yorumu yapılacak olursa II-B-3-c bölümünde ifade edilen ahlâka ve kişilik haklarına aykırılık yönünden ilgili paysahipleri sözleşmesinin geçerliliği tartışmalı hâle gelecektir.

Ortaklık sözleşmesinde fesih bildirim hakkı saklı tutulmuş ise fesih bildirimini ile ortaklık sona erdirilebileceği gibi ortaklık belirsiz bir süre için ya da ortaklardan birinin ömrü boyunca kurulmuş ise TBK 640 uyarınca bir ortağın altı ay önceden fesih bildiriminde bulunması da bir sona erme sebebidir²⁹⁵. Uygulamada paysahipleri sözleşmelerinin, hedef aldığı ortaklığın varlığı süresince ya da tarafların paysahibi sıfatını sürdürdüğü sürece devam edeceğine dair hükümler paysahipleri sözleşmelerinde öngörülmektedir²⁹⁶. Böyle durumlarda, ortaklardan birinin ömrü boyunca kurulan paysahipleri sözleşmelerinin belirsiz süreli olduğu kabul edilip altı ay önceden yapılacak fesih bildirimini bir sona erme sebebi olarak kabul edildiği göz önüne alınarak; bir gerçek kişinin ölümünün bir tüzel kişinin hayatının sona ermesinden daha kesin olması dolayısıyla bu tür hükümler içeren paysahipleri sözleşmelerinin de adeta süresiz olarak yapılmış olduğu ve bu nedenle tarafların altı ay önceden fesih bildiriminde bulunarak ortaklığı sona erdirebileceği kabul edilmelidir²⁹⁷. Kanunla ortaklara tanınan bu hak, emredici nitelikte olup, fesih süresi emredici değildir²⁹⁸.

²⁹⁵ Bir ortağın fesih ihbar etmesi yoluyla adi ortaklığın sona ermesine ilişkin ayrıntılı değerlendirme için bkz. Poroy/Tekinalp, (Tekinalp/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 80-81.

²⁹⁶ “...Uygulamada, belirli veya belirsiz süreli bir AO esas sözleşmesi yanında çoğu kez süresi buna bağlanmış bulunan ve adi ortaklık olarak nitelendirilebilen bir ortaklar sözleşmesi (“Shareholders agreement” / “Grundvertrag” / “Aktionaervertrag”) de yapılmaktadır.” Poroy/Tekinalp, (Tekinalp/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 81.

²⁹⁷ Böckli, N. 1441; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel, SS39 N. 188 aktaran: Okutan Nilsson, s. 405.

²⁹⁸ Poroy/Tekinalp, (Tekinalp/Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 81.

Haklı sebeplerin bulunması da adi ortaklık niteliğindeki paysahipleri sözleşmesinin sona erme sebeplerinden bir diğeridir²⁹⁹. Haklı sebebe ilişkin açık bir tanımlama olmasa da öğretide, ortak yükümlülüklerin yerine getirilmemesi, sürekli zarar edilmesi, güveni sarsacak durumların ortaya çıkması bazı ortakların yetersizliği, yaşlılık, ortaklar arası geçimsizlik, ortaklığın amacını gerçekleştirmesi için çok gerekli olan bir kredinin sağlanması taahhüdünün yerine getirilememesi gibi haller haklı sebep örnekleri olarak zikredilmektedir³⁰⁰. Açıkça sözleşmede yer verilmemiş olması durumunda, hangi durumun haklı sebep sayılacağını belirleme yetkisi mahkemeye aittir³⁰¹.

b. Adi Ortaklık Oluşturmayan Paysahipleri Sözleşmelerinin Sona Ermesi

Paysahipleri sözleşmesi, bir borçlar hukuku sözleşmesi olması dolayısıyla TBK’de sözleşmelerin sona ermesine ilişkin sayılan sebeplerin gerçekleşmesi durumunda sona erer.

Sözleşme konusu borçların ifa edilmesi ile sözleşme sona erecektir. Örneğin sadece yönetim kurulu seçiminde belirli bir adaya oy verme taahhüdünden oluşan paysahipleri sözleşmesi oyun verilmesi ile borç ifa edileceği için sona erecektir.

Eğer borcun ifası, borçlunun kusuru olmadan imkansızlaşmış ise borç yine sona erecektir. Ortaklığın sona ermesi durumunda, bu ortaklığa ilişkin paysahipleri sözleşmesi taraflarına tanınan haklar ve yüklenen borçlar yerine getirilemeyeceği için paysahipleri sözleşmesinden doğan borçlar da sona erecektir³⁰².

Sözleşme taraflarından birinin ölümü kural olarak sözleşmeyi sona erdirmese de sözleşme konusu borç ölen kişinin şahsına bağlı bir edim içeriyorsa bu borç sona

²⁹⁹ Ersin Çamoğlu, “Adi Şirket Ortağı Haklı Sebeple Çıkarılabilir mi?”, *Yargı Dünyası*, S. 263, 2017, s. 14.

³⁰⁰ Poroy/Tekinalp, (Tekinalp/Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku I*, s. 82.

³⁰¹ Poroy/Tekinalp, (Tekinalp/Çamoğlu), *Ortaklıklar Hukuku I*, s. 82.

³⁰² Glattfelder, s. 434a.aktaran: Okutan Nilsson, s. 398.

erer³⁰³. Paysahipleri sözleşmesinde yer alan borçlar genel olarak şahsa bağlı edimler içermediği için küllî halef olarak borç ya da hak kendine geçen mirasçılar sözleşmeye devam edebilirler.

Taraflardan birinin iflası, bu durum ancak kanunda sona erme sebebi olarak ifade edilmişse sözleşmeyi sona erdiren bir sebep sayılacaktır. Paysahipleri sözleşmesine ilişkin böyle bir durum söz konusu olmadığı için paysahipleri sözleşmesinin taraflarından birinin iflas etmesi paysahipleri sözleşmesinin sona ermesine ilişkin bir sebep olmayıp ancak karşılıklı borç yükleyen bir paysahipleri sözleşmesi³⁰⁴ varsa ve bu sözleşme taraflarından birinin borcunu ifasını engelleyecek şekilde iflas etmesi ya da borcunu ödeyemeyecek duruma düşmesi durumunda, sözleşmenin diğer tarafları TBK m. 98 uyarınca sözleşmeden dönme haklarını kullanabilecektir.

Paysahipleri sözleşmesinin tarafları anlaşarak da sözleşmeyi sona erdirebileceklerdir³⁰⁵.

Taraflar, sözleşmeyi bir süreye bağlamışsa bu sürenin dolması ile sözleşme sona erecektir. Süre yerine bir bozucu şart da belirlenebilir. Örneğin, kurulması tasarlanan bir ortaklığa dair paysahipleri sözleşmesinin, ortaklığın kurulamaması bozucu şartına bağlı olarak yapılması durumunda eğer şirket kurulamazsa ilgili paysahipleri sözleşmesi de sona erecektir³⁰⁶.

Eğer paysahipleri sözleşmesi bir süreye bağlı değilse ve sürekli edim içeriyorsa sözleşme tarafları tek taraflı bildirimleri ile sözleşmeyi ileriye etkili olarak sona

³⁰³ Tekinay, Akman, Burcuoğlu ve Altop, s. 767; Eren, s. 947; Necip Kocayusufpaşaoğlu, Hüseyin Hatemi, Rona Serozan ve Abdülkadir Arpacı, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, C. III, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2014, s. 22 vd.; Oğuzman ve Öz, s. 258.

³⁰⁴ Bu tür paysahipleri sözleşmelerinin içeriğine dair örnekler için bkz. Yüksel, s. 57.

³⁰⁵ Bu durum ikale (*Aufhebungsvertrag*) ya da sona erdirme sözleşmesi olarak ifade edilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Tekinay, Akman, Burcuoğlu ve Altop, s. 984; Eren, s. 1284; Oğuzman ve Öz, s. 546 vd.

³⁰⁶ Okutan Nilsson, s. 400.

erdirebilecektir³⁰⁷. Böyle bir fesih hakkı kanun ile verilmiş olabileceği gibi sözleşmesel olarak düzenlenebilir. Paysahipleri sözleşmesi taraflarına böyle bir hak kanun tarafından tanınmış değildir. Kira ya da hizmet sözleşmelerinde, taraflara kanun tarafından tanınan bu hakkın, kıyas yoluyla diğer sürekli borç doğuran sözleşme taraflarına tanınması tartışılabilirse de kira ya da hizmet sözleşmesinde sözleşme konusunun ya da tarafının alternatifi vardır. Paysahipleri sözleşmesinde ise aynı yararın başka bir sözleşmeden elde edilmesi çoğunlukla mümkün olmadığı için paysahipleri sözleşmesi taraflarına bu yolla sözleşmeyi sona erdirmeye hakkı verilmemesi gerektiği ifade edilmektedir³⁰⁸.

Bir süreye bağlı olsun ya da olmasın sürekli edim borcu içeren paysahipleri sözleşmelerinde –bu durum kanunda düzenlenmemiş olsa da³⁰⁹– haklı bir sebep varsa fesih hakkı kullanılabilir³¹⁰. Aksi hâlde taraflar arasındaki ilişkinin çekilmez hâlde gelmesi ya da güvenin sarsılması gibi durumlarda sözleşme ilişkisinin devam etmesini beklemek uygun olmaz.

Karşılıklı borç yükleyen paysahipleri sözleşmelerinde taraflardan birinin borcunu yerine getirmede temerrüde düşmesi durumunda, diğer taraf TBK m. 123 vd. hükümler uyarınca gerekli prosedüre uyarak içinde sözleşmeden dönmenin de yer aldığı seçimlik haklarını kullanabilecektir. Bir paysahipleri sözleşmesinde taraflardan biri sermaye artırımında olumlu oy kullanma diğeri de yönetim kurulu üyesi seçiminde diğer tarafın kararına uygun oy kullanma borcu altına girmişse taraflardan birinin borcunu yerine getirmemesi durumunda diğer taraf sözleşmeden dönme dahil olmak üzere diğer haklarını kullanabilecektir.

Paysahipleri sözleşmesinin tarafları, sözleşme içerisinde sona ermeye ilişkin hükümler düzenleyebilirler. Özellikle hangi sebeplerin haklı sebep teşkil edeceğine dair tanımlama ya da örneklemelere yer verilebileceği gibi haklı sebep durumunda

³⁰⁷ Eren, s. 1284.

³⁰⁸ Okutan Nilsson, s. 402.

³⁰⁹ Özer Seliçi, Borçlar Kanununa Göre Sözleşmeden Doğan Sürekli Borç İlişkilerinin Sona Ermesi, İstanbul, 1977, s. 200; Okutan Nilsson, s. 402.

³¹⁰ Glattfelder, s. 347a; Patry, s. 131a-132a. aktaran: Nilsson, s. 402.

diğer tarafın paylarını satın alma ya da kendi paylarını satmaya dair düzenlemeler de öngörülebilecektir³¹¹.



³¹¹ Okutan Nilsson, s. 403.

BÖLÜM III: GİRİŞİM SERMAYESİ YATIRIMLARINDA AKDEDİLEN PAYSАHİPLERİ SÖZLEŞMELERİNİN OLAĞAN HÜKÜMLERİNİN İNCELENMESİ

Tüm ticaret ortaklıklarında imzalanabilecek bir sözleşme olan paysahipleri sözleşmesinin, GSYO’larca yapılan girişim sermayesi yatırımlarında özel bir yeri vardır³¹². Girişim sermayesi yatırımcısının, paysahipleri sözleşmesi ile oluşturulan düzen sayesinde daha sonraki değişikliklere karşı haklarının koruma altına alınabilmesi, girişim sermayesi yatırımı kararlarının alınıp hayata geçirilmesinde önemli derecede etkin olmaktadır³¹³.

Girişim sermayesi yatırımları için akdedilecek paysahipleri sözleşmelerinde çok farklı hükümler bulunabilmesine rağmen, II-A bölümünde ifade edilen amaçları ve işlevleri yerine getirmek üzere uygulamada olağan hale gelecek şekilde daha sık kullanılan ortaklığın örgütüne, paysahiplerinin haklarına ve yükümlülüklerine ve paysahipleri sözleşmesine uyulmasına ilişkin hükümler³¹⁴ aşağıda incelenecektir:

A. Ortaklığın Örgütü İle İlgili Hükümler

1. Ortaklığın Konusu ve Faaliyet Alanı

Ortaklıkların hak ve fiil ehliyetlerini esas sözleşmede yazılı işletme konusu³¹⁵ ile sınırlandıran ve *ultra vires* kuralı olarak bilinen eTTK m. 137 hükmü, bu hükme

³¹² Girişim sermayesinde paysahipleri sözleşmelerinin işlevi hakkında inceleme için bkz. bölüm II, A.

³¹³ Chemla, Ljungqvist ve Habib, s. 94 vd.

³¹⁴ Bu gruplandırma için bkz. François Belot, “Shareholder Agreements and Firm Value: Evidence from French Listed Firms”, SSRN, 2010, s. 6 (<https://ssrn.com/abstract=1282144>) (ET: 10.05.2018); Gross-Bölting, s. 44 vd.

³¹⁵ TTK m. 331’e göre AO’lar kanunen yasaklanmamış her türlü ekonomik amaç ve konular için kurulabilmektedir. AO’ların sona ermesini açıklayan TTK m. 529’un gerekçesinde işletme konusu ve

karşılık gelen TTK m. 125 hükmü ile, şirketlerin TMK m. 48 çerçevesinde bütün haklardan yararlanabilecekleri ve borçları üstlenebilecekleri şeklinde değiştirilmiştir. Bu değişiklikte, şirketi temsil edenlerin üçüncü kişiler ile yapacakları iş ve işlemlerden şirketin sorumlu olması hususunda şirketin işletme konusu çerçevesinde yapılacak değerlendirme etkilenmiş olsa da, şirketin işletme konusunun belirlenip belirlenmemesi ya da bunun yazılı olarak esas sözleşmede yer alıp almaması noktasında bir seçim hakkı getirilmemiştir. Zira, TTK m. 339/2-b'ye göre şirketin işletme konusunun esaslı noktaları belirtilmiş ve tanımlanmış bir şekilde esas sözleşmede yer alması zorunludur.

Uygulamada işletme konusunun değiştirilmesi istendiğinde, esas sözleşme değişikliğine ilişkin zorunlu prosedüre başvurulmasını mümkün olduğunca en aza indirmek amacıyla esas sözleşmede şirketin işletme konusu mümkün olduğunca geniş tutulmakta ve paysahiplerinin iradelerini yansıtabilecek sınırlamalar paysahipleri sözleşmesinde belirlenmektedir³¹⁶. Özellikle yeni gelişen teknolojik alanlarda faaliyet gösterecek şirketlerin girişimlerine ilişkin gizliliğin ya da fikri ve sınai hakların korunmasına yönelik kaygıların işletme konusuna ilişkin sınırlama ve özelleştirmelerin tescil zorunluluğuna tabi olan esas sözleşme ile değil, paysahipleri sözleşmeleri ile yapılmasını daha elverişli kılmaktadır.³¹⁷

Girişim sermayesinin şirket finansmanında kullanılması sürecinde farklı aşamalarda şirket faaliyetlerinin ve yatırımlarının zamansal olarak

şirket amacına ilişkin aydınlatıcı açıklamalar bulunmaktadır. Söz konusu gerekçeye göre AO'lar açısından amaç genel olarak elde edilmek istenen gayeyi ifade etmektedir. Bu gaye kazanç elde etmek ve paylaşmaktır. İşletme konusu ise şirketin bu gayeye ulaşmak için icra ettiği faaliyetlerdir. Bkz. Sevilay Uzunallı, **Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2013, s. 8 vd.; Bozkurt, s. 77.

³¹⁶ Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 4; Ayoğlu, s. 207. Anonim ortaklığın esas sözleşmesinde yer alan işletme konusu, paysahipleri sözleşmesinde belirtilenden daha dar ise paysahipleri sözleşmesindeki hüküm etkili olmayacaktır. Aksi durumda ise paysahipleri sözleşmesi tarafı paysahipleri, paysahipleri sözleşmesindeki dar işletme konusu kapsamı ile bağlı olacak ve şirketin bu dar konu kapsamı dışına çıkmaması için yükümlülük yüklenmiş olacaklardır. Yüksel, s. 87.

³¹⁷ Esin ve Lokmanhekim, s. 70; Demirkol, s. 856. Örneğin esas sözleşmede işletme konusu bilgisayar programı yazmak olarak belirtilirken, yapılacak paysahipleri sözleşmesinde yapay zeka kullanılarak içtihat araştırması yapacak bir programın yazılacağı belirlenebilir. Böylece ilgili konuda program yazılım aşaması geçilip program için telif hakkı elde edilmeden önce fikrin taklit edilmesi önlenilebilecektir.

kademelendirilmesi yoluna başvurulabilecektir.³¹⁸ Örneğin, belirlenen bir takvime göre prototipin üretilmesi, reklam faaliyetlerine geçilmesi, seri üretime başlanması ve dağıtım ağının genişletilmesi gibi bir kademelendirme, paysahipleri sözleşmesi ile öngörülüp düzenlenebilecektir.

Benzer şekilde esas sözleşmede yazılı işletme konusu alt başlıklarının birinden birine geçilmesi, faaliyet konusunun değiştirilmesi için öncelikle paysahipleri sözleşmesi taraflarınca ayrı bir karar alınması zorunluluğu gibi hükümler de paysahipleri sözleşmeleri ile düzenlenebilecektir.

2. Ortaklığın Organizasyonu

Ortaklığın organizasyonu ve organları ile ilgili temel hükümler ilke olarak esas sözleşmede yar almakla birlikte paysahipleri sözleşmesi akdetmek suretiyle organların yetkileri ve organlar arası yetki devrine ilişkin düzenlemeler de yapılabilmektedir. Genel kurul toplantı ve karar nisaplarının ağırlaştırılması yoluyla azlık paysahiplerine bazı önemli kararların alınmasında etkili olma olanağı verilebilmektedir.

Anonim ortaklıklarda Kanunca öngörülen organlar yönetim kurulu ve genel kuruldur. eTTK döneminde bu iki organ arasındaki hiyerarşik ilişki çokça tartışılmıştır³¹⁹. Şirketi temsil etme ve yönetme yetkisini haiz olan yönetim kurulu, TTK m. 374'e göre, kanun ve esas sözleşme uyarınca genel kurulun yetkisinde bırakılmış bulunanlar dışında, şirketin işletme konusunun gerçekleştirilmesi için gerekli olan her çeşit iş ve işlemler hakkında karar almaya yetkilidir. Girişim şirketi üzerinde hakimiyet kurmak isteyen ya da var olan güç dengesinin devam etmesini isteyen paysahibi GSYO'ların, yetki alanı bu kadar geniş olan bir organın oluşumunda söz sahibi olmak istemesi beklenen bir sonuçtur. TTK m. 360'ta

³¹⁸ Okutan Nilsson, s. 129; Miliauskas, **Company Law Aspects of Shareholders' Agreements in Listed Companies**, s. 173; Uçar, s. 84.

³¹⁹ Ersin Çamoğlu, **Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu**, 3. Bası, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010, s. 53.

gösterilen yol izlenerek esas sözleşmede öngörülme suretiyle belirli pay gruplarına, özellik ve nitelikleriyle belirli bir grup oluşturan pay sahiplerine ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabileceği gibi³²⁰ böyle bir temsil hakkı bilhassa herkes tarafından bu durumun bilinmesinin istenmediği durumlarda paysahipleri sözleşmesi ile verilebilecektir. Benzer şekilde ortaklığın üst ve anahtar yönetici seçimlerinde hangi paysahiplerinin göstereceği adayların seçileceğine ilişkin³²¹ veya danışma ya da icra komitelerinin kurulmasına ilişkin hükümler de paysahipleri sözleşmesi ile düzenlenebilecektir³²².

Paysahipleri sözleşmesi ile düzenlenebilmesi akla gelen bir diğer husus ise paysahiplerinin doğrudan etkili olmak istedikleri bazı kararların alınmasında ya yetkinin yönetim kurulundan alınarak genel kurula verilmesi ya da yönetim kurulunca alınacak kararın genel kurulun onayına tâbi tutulması olabilir. Ancak TTK'nin yürürlüğe girmesi ile birlikte yönetim kurulunun yönetsel yetki sınırlarının ve kaçamayacağı sorumluluklarının belirlenmesi amacıyla yönetim kurulunun devredilemez ve vazgeçilemez nitelikteki görev ve yetkileri TTK m. 375'te sayılmıştır. Bu düzenlemeye aykırı esas sözleşme hükümleri geçersiz kabul edilecektir. Yönetim kurulu istese dahi bu yetki ve görevleri ne genel kurula devredebilecek ne de bunlara dayalı olarak alacağı kararları genel kurul onayına sunabilecektir. Bu görev ve yetkilerin yalnız devredilemez değil aynı zamanda vazgeçilemez oldukları da göz önüne alındığında bu düzenlemenin kamu düzenine ilişkin olduğu yorumu yapılabilecektir. Sonuç olarak TTK m. 375'e aykırı olarak düzenlenecek paysahipleri sözleşmesi hükümlerinin geçersiz olacağı söylenebilecektir³²³. TTK m. 375 dışındaki konularda ise paysahipleri sözleşmesi yoluyla bu tür yetki devirlerine izin verilmesinin mümkün olduğu, Türk hukukunda anonim şirketlerin kişiselleştirilmesine izin verildiği ve özellikle küçük çaplı anonim

³²⁰ H. Ali Dural, **Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı**, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 303 vd.; Çamoğlu, **Temsil**, s. 1 vd.

³²¹ Ayoğlu, s. 208.

³²² Okutan Nilsson, s. 131, Uçar, s. 131.

³²³ İsviçre hukukunda 1992 değişiklikleri ile ortaya çıkan benzer durum ve hukuki değerlendirmesi için bkz. Okutan Nilsson, s. 134-135.

ortaklıklarda ortaklık işleyişine etkin olarak katılan paysahiplerine imkân sağlamak gerektiği gerekçesi ile savunulmaktadır³²⁴.

Bazı durumlarda GSYO tarafından belirlenecek üçüncü kişilerin yönetimde etkin olmasını sağlamak amacıyla da paysahipleri sözleşmesine başvurulabilmektedir. Özellikle girişim sermayesi yatırımlarında şirkete finansman sağlayan gerçek ya da tüzel kişi ve özellikle GSYO, sermayenin nasıl harcandığını denetlemek ya da harcama konusunda yol göstermek üzere şirket yönetiminde söz sahibi olmak isteyebilir. Böyle bir durumda, akdedilecek paysahipleri sözleşmesi ile paysahibi sıfatını taşıyan girişim sermayesi yatırımcısına, kendi talimatlarına göre hareket edecek bir kişiyi yönetim kuruluna seçtirme hakkı verilebileceği gibi bir danışma organı ihdas edilerek bu danışma organına yönetim kuruluna öneride bulunma yetkisi de verilebilecektir³²⁵. Danışma organında üçüncü kişilerin olması ihtimalinde yönetim kurulunun üçüncü kişilerden talimat alıp alamayacağı ve iş ve işlemlerinde bağımsızlığı sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu konuda değişik görüşler mevcuttur. İsviçre hukukunda savunulan bir görüşe göre üçüncü bir kişinin ortaklığa talimat vermesi, ortaklığı üçüncü kişilerin iradesine tabi kılacağı için geçerli değildir³²⁶. Başka bir görüşe göre, böyle bir talimat verme durumu kabul edilse bile, yönetim kurulu karar alırken şirketin menfaatlerini dikkate alacak şekilde özen ve sadakat yükümü ile şirkete bağlı olduğu için ancak bu ilkeler çerçevesinde bir değerlendirme yaptıktan sonra takdir hakkını kullanabilecektir. Bu değerlendirme, ortaklığın tek kişiye ait olması durumu dışında, yönetim kurulu üyelerinin temsil ettikleri paysahiplerine değil ortaklığın tüzel kişiliğine karşı özen ve sadakat yükümü altında olmaları nedeniyle değişmemektedir³²⁷.

³²⁴ Okutan Nilsson, s. 137.

³²⁵ Uludağ, s. 11; Esin ve Lokmanhekim, s. 70; Sıtkı Anlam Altay, **Anonim Ortaklıklar Hukuku'nda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler**[Equity Joint Ventures], İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009, s. 585; Gross-Bölting, s. 47 vd.; Öztürk Akkartal ve Kandırallıoğlu, s. 4. TTK m. 366/2'de ifade edilen şekilde kurulabilecek olan bu tür komitelere bir yönetim yetkisi devri yapılmamakta, ilgili madde başlığında da ifade edildiği gibi bir görev dağılımı gerçekleştirilmektedir. Eriş, s. 1947.

³²⁶ Picenoni, Rechtsformen konzernmaessiger Abhängigkeit, SJZ 1955, 321, s. 327(VII g) aktaran: Okutan Nilsson, s.140.

³²⁷ Kendigelen,, s. 288-289.

Tüm bunların yanı sıra, yönetim kurulu üyesini, üçüncü bir kişinin talimatlarına uygun hareket etme taahhüdü altına sokan sözleşmeler ilkesel olarak geçerlidir³²⁸. Çünkü bu türde bir taahhüt yönetim kurulu üyesinin özen ve sadakat yükümüne kendiliğinden bir aykırılık teşkil etmez³²⁹. Bu tür bir sözleşmeye dayanılarak verilen talimatlar şirketin çıkarlarına uygun olduğu sürece uygulanabilecektir. Eğer sözleşme içeriğinde açıkça yönetim kurulu üyesinin şirket çıkarlarına aykırı hareket etmesi sonucu çıkmakta ise özen ve sadakat yükümü yönetim kurulu üyelerinin şahsi borcu olduğu için buna dair bir aykırılık sözleşmeyi batıl kılmayacaktır. Gerekirse ilgili yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna gidilebilecektir. Ancak burada yapılan sözleşmede bir başkası zararına hareket etme taahhüdü yer alırsa, sözleşme ahlâka aykırılıktan kesin hükümsüz kabul edilebilecektir³³⁰.

Böyle bir durumun tespit edilebilmesinin ön koşulu sözleşme hükmünün ya da verilen talimatın şirket çıkarlarına aykırı olduğunun belirlenmesidir. Bu belirleme yapılırken bütüncül ve uzun vadeli bir değerlendirme yapılması yerinde olacaktır. Çünkü bir sözleşme hükmü ya da verilen bir talimatın uygulanması kısa vadede azlık ya da şirket için yararlı görünmese bile orta ve uzun vadede yararlı olacağı makul bir şekilde gerekçelendirilebiliyorsa bu hüküm ya da talimatın uygulanması özen ve sadakat borcuna aykırı olarak kabul edilmemelidir. Yine de yönetim kurulu üyesi ilk bakışta şirket çıkarlarına aykırı bir talimatı uygulamak konusunda inisiyatif alacaktır. Bu durumda şirketin ya da şirket pay sahiplerinin yönetim kurulu üyesine sorumluluk davası açması olasıdır. Yönetim kurulu üyesini, sorumluluk davasına³³¹ muhatap olma riski olan böyle bir durumda pay sahipleri sözleşmesine uygun davranmaya teşvik etmek üzere İsviçre bağlı işletmeler hukukunda ana ortaklığın bağlı ortaklık yönetim kurulu üyesinin özen ve sadakat yükümlülüğüne aykırılık nedeniyle kendisine açılacak tazminat taleplerinden kurtaracağı yönünde koyduğu (“*hold-harmless clause*” gibi) hükümler de pay sahipleri sözleşmesine konabilecektir.

³²⁸ Okutan Nilsson, s. 144.

³²⁹ Böckli, s. 1539.

³³⁰ Larenz/Wolf, AT § 41 N. 49; Piconi, SJZ 1955, s. 327; Tappolet, s. 124-125 aktaran: Okutan Nilsson, s.145.

³³¹ Yönetim kurulu üyelerine karşı açılacak sorumluluk davası şartlarına ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Çamoğlu, **Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu**, s. 109 vd.; Çamoğlu, (Poroy / Tekinalp), **Ortaklıklar Hukuku I**, s. 387 vd.

Yönetim kurulu üyesi ile talimatlarına göre hareket ettiği paysahipleri sözleşmesi tarafları arasındaki ilişkinin bir vekâlet ilişkisi olduğu kabul edildiğinde yönetim kurulu üyesinin vekil olarak vekâlete ilişkin edimini ifa ederken uğradığı zararları, vekâlet veren paysahibi sözleşmesi taraflarından isteyebileceği düşünülebilir. Ancak, bu noktada vekâlet veren paysahipleri sözleşmesi taraflarının yönetim kurulu üyesine verdiği talimat yönetim kurulu üyesinin şirkete karşı özen ve sadakat yükümüne aykırı olduğu için ahlâka aykırılık nedeniyle kesin hükümsüzdür³³². Vekil olan yönetim kurulu üyesi, ahlâka aykırı talimatı yerine getirmesi nedeniyle uğradığı zararı müvekkil olan paysahipleri sözleşmesi taraflarından isteyemeyecektir³³³. Bu talimatın ahlâka aykırı olması nedeniyle, yönetim kurulu üyesinin talimata aykırı hareket etmesi durumunda paysahipleri sözleşmesi tarafları yönetim kurulu üyesini zorlayamayacağı gibi sorumluluğuna da gidemeyecektir. Bu noktada yönetim kurulu üyesinin şirket ile paysahipleri sözleşmesi tarafları arasında sıkıştığı görülmektedir. Nasıl hareket ederse etsin sorumluluk tamamen yönetim kurulu üyesi üzerinde doğmaktadır. Böyle durumlarda ekonomik gücünü de kullanarak yönetim kurulu üyesine verdiği talimatı uygulamaya zorlayan paysahipleri sözleşmesi tarafları da sorumlu tutulabilmelidir³³⁴.

Anonim ortaklıkların zorunlu organları yönetim kurulu ve genel kurul olmakla birlikte girişim sermayesi yatırımlarında ihtiyarî organlar kurulmasına da uygulamada rastlanmaktadır. Özellikle girişim şirketinin teknik faaliyetleri veya önemli nitelikteki işlerinde danışma organlarının kurulduğu görülmektedir. Bu organların paysahipleri sözleşmesine dayalı olarak kurulması mümkündür. Bu organların tavsiye niteliğinde kararlar alması geçerlidir. İster fiili organ gibi hareket edecek üçüncü kişilere ister ihtiyari organlara tanınsın, hak ve yetkilerin kanunun emredici hükümlerine ve organların devredilemez yetkilerine aykırı olması mümkün değildir³³⁵.

³³² BGE 69 II 230, Piconi, s. 327 aktaran: Okutan Nilsson, s. 147.

³³³ Gautschi, Art. 397 N. 15 b; Piconon, s.327 aktaran: Okutan Nilsson, s. 147; Haluk Tandoğan, **Borçlar Hukuku Özel Borç İlişkileri**, C. II, İstanbul: Vedat Kitabevi, 2010, s. 443.

³³⁴ Jaeggi, SJZ 1960, s. 2, Bürgi, Art. 707 N. 26 aktaran: Okutan Nilsson, s. 148. Haksız fiile teşvik açısından Yargıtay da bu düşünceyi benimsemektedir. Yargıtay 4. HD. 13.4.1978 t. ve E. 1845, K. 4946 (YKD C. 7/1 1981 s. 27) Ayrıca bir kişiyi bilinçli olarak sözleşmesel borcunu ihlale teşvik ederek üçüncü bir kişiye zarar verilmesine yol açmak TBK 49 anlamında sorumluluk da doğurur. Okutan Nilsson, s. 148.

³³⁵ Okutan Nilsson, s. 151.

B. Paysahiplerinin Haklarına Ve Yükümlülüklerine İlişkin Hükümler

1. Oy Hakları

Girişim sermayesi yatırımlarında yatırımcılar, paysahipleri sözleşmelerinde girişim şirketi paysahiplerinin oy haklarını nasıl kullanacaklarına yönelik hükümlere yer vermekte ya da yine paysahipleri sözleşmesi niteliğinde olan ayrı oy sözleşmeleri akdetmektedirler. Bu sözleşmelerin çoğundaki amaç girişim şirketi faaliyetlerinde genel kurulda verilecek kararlar yoluyla etkili olmak ya da girişim şirketi yönetim kuruluna kendi önerdiği adayın seçilmesi ile bilgi ve etki sahibi olmaktır³³⁶.

eTTK döneminde istisna olarak esas sözleşmeye konabildiği belirtilen oy hakkının kullanımına dair sözleşme hükümleri, TTK m. 340'ın getirdiği sınırlamalar ile artık esas sözleşmelerde yer bulamamaktadır³³⁷. Ancak bir paysahipleri sözleşmesinde, onun özel bir türü olarak değerlendirilebilecek oy sözleşmesi şeklinde, ortaklığın karar organlarında oy hakkının belirli bir şekilde kullanılmasını, kullanılmamasını ya da kullanımında çekimser kalınmasını içeren taahhütler yer alabilmektedir³³⁸. Bu taahhütler vekâlet yoluyla oy kullanmadan farklı olduğu gibi³³⁹ oy hakkı yine paysahibinde kaldığı için paydan ve paysahibinden ayrı olarak devrini yasaklayan emredici hükümlere de aykırı değildir³⁴⁰. Ayrıca paysahipleri tarafından yapılan bu sözleşme de paysahiplerinin sözleşme özgürlüklerinin ve irade kullanımlarının bir görünümü olarak kabul edilmeli ve paysahiplerinin oy kullanma haklarının hukuka aykırı olarak kısıtlandığı kanısına varılmamalıdır.

³³⁶ Uludağ, s. 71.

³³⁷ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 189. Eski TTK döneminde esas sözleşmeye eklenebilen bu tür hükümler borçlar hukuku sözleşmesi niteliğindeki esas sözleşme hükümleri olarak nitelendirilmekteydi. Mehmet Bahtiyar, **Anonim Ortaklıklar Anasözleşmesi**, İstanbul: Beta, 2001, s. 224, 225; Öztürk Akkartal ve Kandiraloğlu, s. 10.

³³⁸ Özellikle iş ortaklıklarında akdedilen paysahipleri sözleşmelerinde, ortaklığın zamana yayılmış hedeflerine tedrici olarak alınacak kararlar ile varılması gerektiği durumlarda, ortakların bu ilerleme için alınması gerekli kararlara olumlu oy vermesini sağlamak amacıyla oy hakkının kullanımına dair hükümlere yer verilmektedir. Norbert Schulte ve Dirk Pohl, **Joint-Venture-Gesellschaften**, Köln: RWS Verlag, 2015, s. 134-135.

³³⁹ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 3, dpn. 5.

³⁴⁰ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 4.

Oy hakkının kullanımına ilişkin hükümler içeren paysahipleri sözleşmelerinin girişimcilerin ve GSYO'nun paysahipleri olarak ortaklığa karşı sadakat yükümlülüğü açısından da değerlendirilmesi gerekir. Bu hususta ilk olarak dikkate alınması gereken nokta, anonim ortaklık paysahiplerinin ortaklığa karşı olumlu bir sadakat yükümlülüğü altında olmadıklarıdır³⁴¹. Bu nedenle de dürüstlük kuralı ve sözleşme serbestliği ilkesi çerçevesinde oylarını özgürce kullanabilmeli veya oy haklarına ilişkin taahhütlerin altına girebilmelidirler³⁴².

Oy haklarına ilişkin hükümler içeren paysahipleri sözleşmelerinin geçerli bir şekilde yapılabileceğine dair öğretilerdeki görüşlerin³⁴³ yanı sıra Yargıtay ve ilk derece mahkemelerinin içtihadı da açıklayıcıdır³⁴⁴.

Paysahipleri sözleşmesinin üçüncü kişilerle de yapılabileceği yukarıda³⁴⁵ belirtmiştir. Aynı şekilde oy hakkının kullanılmasına ilişkin üçüncü kişilere karşı taahhüt altına girilmesi de uygundur³⁴⁶. Ayrıca pay sahipleri sözleşmeleri borç doğuran işlemler olduğu için paysahipleri sözleşmesi ile henüz paysahibi olmamış ya da oy hakkı olmayan kişiler de taahhüt altına girebilecektir³⁴⁷.

Oy haklarının kullanımına ilişkin hüküm içeren pay sahipleri sözleşmelerinde farklı yöntemler öngörülebilmektedir. Sözleşmenin kendisinde oy hakkının nasıl

³⁴¹ Bkz. dpn. 358.

³⁴² Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 3.

³⁴³ Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler**, C. II-III, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960, s. 53, dpn. 141; Oğuz İmregün, **Anonim Şirketlerde Paysahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri**, İstanbul, 1962, s. 40 vd.; Tuğrul Ansay, **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırmaları Enstitüsü, 6. Bası, 1982, s. 248; Oğuz İmregün, **Anonim Ortaklıklar**, 4. Bası, İstanbul: Yasa Yayınları, 1989, s. 140; Fahiman Tekil, **Anonim Şirketler Hukuku**, İstanbul: Alkım Yayınevi, 1998, s. 215. Tekinalp (Poroy ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, s. 43 vd.

³⁴⁴ Yargıtay Tic. D.'nin 1688E. ve 4690K. sayılı ve 01.12.1960 tarihli kararında dava konusu itibarıyla kooperatiflere ilişkin olarak "*Bir ortağın hakkını korumak için... hizip teşkil etmesine kanuni hiçbir mani mevcut değildir.*" ifadesi yer almaktadır. Karar için bkz. BATİDER, C. I, S. 4, s. 609, 61. Benzer şekilde Adana 5. Asliye Hukuk Mahkemesi'nin 28.12.1977 gün ve 1976/50 E. ve 1977/830 K. sayılı kararında da geçerli şekilde oy sözleşmeleri yapılabileceğine karar verilmiştir. Karar için bkz. Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 26-27, dpn. 54.

³⁴⁵ Bkz. bölüm II, B-2-c.

³⁴⁶ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 5.

³⁴⁷ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 7.

kullanılıp kullanılmayacağı doğrudan belirlenmiş olmakla birlikte, genel kurul öncesi tarafların oy hakkının kullanımına yönelik karar almaları ya da taraflardan birinin önerdiği şekilde oy haklarını kullanmaları hususunda anlaşılabilir³⁴⁸.

Paysahipleri sözleşmelerinde yer alan oy hakkının kullanılmasına ilişkin taahhütlerin tek bir genel kurul toplantısı için öngörülmesi mümkün olduğu gibi belirli bir süre ile sınırlı ya da sınırsız süreli yani sözleşmenin süresi boyunca geçerli olacak şekilde öngörülmesi de mümkündür.

2. Pay Devir Kısıtlamaları

AO'ların temel yapısını oluşturan ilkelerden biri de paysahibinin herhangi bir makam, organ veya kişinin izni ya da icazeti olmadan payını devredebilmesi³⁴⁹ anlamına gelen payların devir serbestliğidir³⁵⁰. Bu konuda yapılabilecek kanunî veya esas sözleşmesel sınırlamalara TTK'de yer verilmiştir³⁵¹. Eğer bu sınırlamalar mümkün kılınmayıp, mutlak ve sınırsız bir devir serbestliği benimsenseydi, şirketin rakipler gibi istenmeyen kimselerin veya paysahiplerinin üstlenmesi gereken ikincil yükümlülükleri yerine getiremeyecek kişilerin eline geçmesi riski daha yüksek olurdu³⁵².

Pay devir sınırlamaları yasal ve esas sözleşmesel sınırlamalar olmak üzere ikiye ayrılır. Yasal devir sınırlamaları kapsamında, TTK m. 491'e göre bedeli tamamen ödenmemiş nama yazılı paylar, bu payların devri ya da intikali miras, miras paylaşımı, eşler arasındaki mal rejimi hükümleri veya cibrî icra yoluyla³⁵³ gerçekleşmediği sürece şirketin onayı ile gerçekleşebilecektir. Şirketin bu devre onay

³⁴⁸ Moroğlu, Oy Sözleşmeleri, s. 40-41; Uçar, s. 133.

³⁴⁹ Halil Arslanlı, **Anonim Şirketler Hukuku I**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960, s. 149; Ansay, s. 252; Sevi, s. 49; Tekinalp, **Yeni Hukuk**, N. 9-116, s. 149; Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 280.

³⁵⁰ Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 201.

³⁵¹ Sevi, s. 56 vd.

³⁵² Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 281

³⁵³ Bu devir türlerine ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Sevi, s. 34 vd.

vermeyi reddetmesi de ancak devralanın ödeme yeterliliğini şüpheli görmesi ve bu nedenle talep ettiği teminatın da verilmemiş olması durumunda mümkün olacaktır. Esas sözleşmesel bağlam ise, TTK m. 492vd. hükümlerinde düzenlenmiştir.

Pay devrine dair kısıtlamalar, özellikle paysahibi sayısının az olduğu, şirkete yabancıların, rakiplerin ya da istenmeyen kişilerin girmesinin engellenmek istendiği durumlarda ve girişim sermayesi yatırımlarında esas sözleşme yerine – daha da geniş kapsamlı olarak- paysahipleri sözleşmeleri ile yapılabilmektedir³⁵⁴. Bu sözleşmeler ile payın devri belirli bir süre yasaklanabilmekte³⁵⁵, devrin geçerliliği diğer pay sahipleri sözleşmesi taraflarının onayına bağlanabilmekte, payı devralacak kişilerin paysahipleri sözleşmesine taraf olmasının sağlanması yükümlülüğü getirilebilmekte ya da diğer paysahiplerine pay üzerine öncelik, alım, önalım ve satım gibi haklar tanınabilmektedir³⁵⁶. Bu hakların, kanunda öngörülen bağlam sistemi dışında, esas sözleşme ile düzenlenmesi tek borç ilkesine aykırılık oluşturabilecektir³⁵⁷. Her ne kadar bu haklar, payın devrini kısıtlama açısından bağlam sistemine benzese de, aşağıda ayrı ayrı incelendiğinde görüleceği üzere; payın bedelinin önceden tespit edilerek bedeli sözleşme ile belirleme özgürlüğünün kısıtlanabilmesi, yenilik doğurucu etkileri nedeniyle paysahibinin iradesinden bağımsız olarak devir borcu doğurabilmeleri ve devir borcu yerine getirilmediğinde paysahibinin tazminat yükümlülüğü ile karşılaşması ihtimali olması dolayısıyla bu haklar bağlam hükümlerini aşar derecede paysahibinin pay devri seçimlerini kısıtlayabilmektedir³⁵⁸. Bu ölçüdeki kısıtlamalar, esas sözleşme ile yapılırsa, tek borç ilkesine ve pay devrinin kanunda izin verilenin ötesinde kısıtlanamamasına aykırılık teşkil edecektir³⁵⁹. Bu tür kısıtlamaların esas sözleşmede yer almasının bunların korporatif

³⁵⁴ Esin ve Lokmanhekim, s.76; Karasu, s. 202.

³⁵⁵ Paysahipleri sözleşmesi ile şirkete yabancıların ortak olarak girmesini önlemek amacıyla belirli bir süre boyunca ("*standstill period*") pay devri yasaklanabilmektedir. Bu tür düzenlemelerin yapıldığı sözleşmelerde pay devri için diğer sözleşme taraflarından yazılı izin alınması ya da payı devralacak kişinin paysahipleri sözleşmesine taraf olması zorunluluğu getirilmektedir. Ayoğlu, s. 208.

³⁵⁶ Böckli, **a.g.e.**, s. 1538; Cox/Hazen/O'Neal, ss 14.9; Joyce, s. 372-373; Hoffman-Becking, ZGR 1994, s. 443; Jousen, s.17 aktaran: Okutan Nilsson, s. 209.

³⁵⁷ Tek borç ilkesi dolayısıyla esas sözleşmede öngörülemeyen bazı hakların paysahipleri sözleşmesi ile öngörülmesine ilişkin bilgi için bkz. Esin ve Lokmanhekim, s. 69; Karasu, s. 197.

³⁵⁸ Okutan Nilsson, s. 244; Bozkurt, s. 260.

³⁵⁹ Okutan Nilsson'a göre ancak satılacak pay adedi ile fiyatın paysahibi tarafından belirlenmesi ya da en azından payın gerçek değerinin ödenmesi koşuluyla teklifte öncelik hakkı ve icapta öncelik hakkı korporatif bir esas sözleşme hükmü olarak düzenlenebilecek yani mevcut ve müstakbel ortakları bağlayacaktır. Önalım, alım ve satım hakları ise hem tek borç ilkesini ihlal ettikleri hem de bağlam

bir karakter kazanmasını sağlamayacağı³⁶⁰, sadece borçlar hukukuna dayanan yükümlülükler yaratabileceği kabul edildiği³⁶¹ için bu düzenlemelerin bir borçlar hukuku sözleşmesi olan paysahipleri sözleşmesi ile yapılması uyumsuzlukları en aza indirecek ve usul ekonomisi açısından da daha yerinde olacaktır³⁶².

a. Öncelik Hakkı (*Right of First Option / Right of First Refusal*)

Girişim sermayesi yatırımları için yapılan paysahipleri sözleşmelerinde payın üçüncü bir kişiye devrinden önce mevcut paysahiplerine teklif edilmesi şart koşulabilir³⁶³. Girişim şirketine yabancıların girmesinin istenmediği durumlarda³⁶⁴ - özellikle fikri ve sınai hakların korunmasına ilişkin tereddütlerin olduğu ilk yatırım aşamasında - bu hakkın paysahipleri sözleşmesinde sağlanması sonucu payı satın almak ya da sözleşmede ifade edilmişse, devrin kendileri tarafından gösterilen kimselere yapılmasını talep etmek hakkına sahip olacaktır.

Payını satmak isteyen paysahibinin evvela öncelik hakkı tanınan kişilere payını satmayı teklif etmesi zorunluluğu düzenlenmişse; buna “teklifte öncelik” (*Right of First Offer*) hakkı adı verilmekte olup bu teklifin yapılması dışında satışın da öncelik hakkı tanınan kişiye yapılması zorunluluğu yoktur³⁶⁵. Burada payını devretmek isteyen paysahibi sadece icaba davette bulunmuş olacaktır. Ancak öncelik hakkı

sisteminin amacını aştıkları için korporatif bir esas sözleşme hükmü olmayacak, sadece bir borç ilişkisi kuracaktır; bkz. Okutan Nilsson, s. 249-250.

³⁶⁰ Esas sözleşmede işletmenin sosyal alanına ilişkin (organizasyon, organların yetkileri, yönetim ve temsil vb.) hükümler; diğer bir söyleyişle ortaklık ile paysahipleri arasındaki ilişkileri düzenleyen hükümler, gerçek (maddi) esas sözleşme hükümleri olarak adlandırılmaktadır. Bir esas sözleşme hükmünün gerçek nitelikte olması ise bu hükmün mevcut ve gelecekteki paysahiplerini bağlayıcı göstermektedir. Bozkurt, s. 266. Gerçek ve gerçek olmayan esas sözleşme hükümlerine dair ayrıntılı bilgi için bkz. Bahtiyar, **Anasözleşme**, s. 236; Karasu, s. 31 vd.; Uçar, s. 117.

³⁶¹ Ünal Tekinalp, “Anonim Ortaklık Payının Alım, Önalım, Geriyealım ve Benzer Haklara Konu Olması Sorunu”, İstanbul: **Medeni Kanun 50. Yıl Sempozyumu**, 1978, s. 352.

³⁶² Bozkurt, s. 279.

³⁶³ Joseph W. Bartlett, s.107; Theodor Baums ve Matthias Mölller, **Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht**, Osnabrück. Inst. für Handels- und Wirtschaftsrecht, 1999, s. 5, 6.

³⁶⁴ Tekinalp, **Önalım**, s. 345.

³⁶⁵ Soergel/Wolf, vor § 145, Larenz/Wolf (2004), § 23 VI 1 N.108, 427, 465; Hase 37; MÜNCHKOMM/Kramer vor § 145, Rdnr. 56 aktaran: Hasan Ayrancı, **Ön Sözleşme**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2006, s. 102; Mark A. Surchin, **Selected Topics in Preparing a Shareholder Agreement**, Toronto: Goodmans LLP, 2006, s. 7; Ayoğlu, s. 210.

sahibi, paysahibinin payını üçüncü bir kişiye devredeceği şartlarda devre hazır ise artık payını devreden paysahibi, devri öncelik hakkı sahibine yapmak zorundadır³⁶⁶. ETTK döneminde bağlam ile çok ağır kısıtlamalar yapılabildiği için teklifte öncelik hakkının esas sözleşme ile getirilebileceği savunulmuştur³⁶⁷. Ancak TTK m. 493/7 karşısında pay devrinin koşullarını bu şekilde ağırlaştıran bir hüküm esas sözleşme ile düzenlenemeyecek; düzenlense bile korporatif nitelik taşımayacaktır³⁶⁸.

Eğer öncelik hakkı ile paysahibine icapta bulunma zorunluluğu getirilmişse, buna “icapta öncelik” (*Right of First Refusal*) adı verilmekte ve payını devretmek isteyen paysahibinin bu icaba karşılık kabul beyanı ile satım sözleşmesi kurulmuş olmaktadır³⁶⁹. Böylece bu hakkın, aşağıda incelenecek önalım hakkından farkı, önalım hakkında payını devretmek isteyen paysahibinin üçüncü bir kişiye satış işlemi ardından tek taraflı beyanı ile satış sözleşmesini kurabilirken, öncelik hakkında payını devretmek isteyen paysahibi teklifi öncelik hakkı sahibine yaptıktan sonra bu hakkın sahibinin kabul beyanı ile satış sözleşmesinin kurulmasıdır³⁷⁰. Bu tür bir öncelik hakkına dayalı pay devrinde, paysahipleri sözleşmesinde payların bedeline ilişkin belirlenen fiyat ya da değer tayini yöntemi taraflar açısından bağlayıcıdır³⁷¹.

b. Önalım Hakkı (*Pre-emption Right*)

Girişim sermayesi yatırımlarının çoğunda, girişim şirketi paylarının üçüncü kişilere satışı durumunda paysahipleri sözleşmesi taraflarına önalım hakkı tanınmaktadır³⁷². Eğer paysahibi payını üçüncü bir kişiye satmak istiyorsa, paysahipleri sözleşmesi ile kendisine önalım hakkı tanınan kişi tek taraflı beyanı ile

³⁶⁶ Salzgeber-Dürig, s. 124 vd; Henrich, s. 306 aktaran: Okutan Nilsson, s. 211.

³⁶⁷ Okutan Nilsson, s. 249; Bahtiyar, **Anasözleşme**, s. 252.

³⁶⁸ Bozkurt, s. 280.

³⁶⁹ Soergel/Wolf, vor § 145, Rdnr. 81; bkz. Soergel, § 504 Rdnr. 14; Nipperdey (Vorhand), 300; Lorenz, 119; MUNCHKOMM/Kramer, vor § 145, Rdnr. 55, 56; Larenz/Wolf (2004), § 23 VI 1 N.108, 427 aktaran: Ayrancı, s. 101; Surchin, s. 7.

³⁷⁰ Okutan Nilsson, s. 212. Uygulamada önalım hakkı ile öncelik hakkının karıştırıldığı yönünde bkz. Esin ve Lokmanhekim, s. 77-78.

³⁷¹ Salzgeber-Dürig, s. 27 aktaran: Okutan Nilsson, s. 213.

³⁷² Uludağ, s.71.

bu payı satın alabilecektir³⁷³. Bu yöntemde önalım hakkı, sadece paysahipleri sözleşmesi taraflarından bazılarına ya da hepsine verilebileceği gibi³⁷⁴ payın satılacağı kişinin paysahipleri sözleşmesine taraf olması zorunluluğu getirilmesi yoluyla da uygulanabilir³⁷⁵.

Önalım hakkı borçlar hukukuna özgü ve borçlar hukuku kurallarına tâbi³⁷⁶ yenilik doğurucu haklardan biridir³⁷⁷. Bu hakkın kullanılabilmesi için payı devredecek paysahibinin üçüncü bir kişi ile satış sözleşmesi yapması gerekmektedir ve bu olgu gerçekleşmeden önalım hakkı kullanılamadığı için bu olgunun gerçekleşmesi geciktirici şart olarak ifade edilmektedir³⁷⁸. Söz konusu geciktirici şartın gerçekleşmesinin ardından önalım hakkı sahibinin tek taraflı beyanı ile satış sözleşmesi kurulduğu için paysahibi devir işlemini, önalım hakkı sahibine yapmak borcu altına girmektedir. Bu borca karşın, paysahibi, ilgili payını üçüncü kişiye satarsa bu payın geri verilmesi talep edilemeyecek; sadece borcuna aykırı davranan paysahibinin tazminat ödemesi durumu ortaya çıkacaktır³⁷⁹.

Önalım hakkı düzenlenirken satış şartları ve bedelinin düzenlenmemesi durumunda adi önalım hakkından, bu hususların paysahipleri sözleşmesinde

³⁷³ Bozkurt, s. 259.

³⁷⁴ Karasu, s. 204.

³⁷⁵ Özellikle şirkete girmesi uygun görülen kişilerin, paysahipleri sözleşmesine taraf olması yoluyla devrin gerçekleşmesi esnek bir pay devir kısıtlamasıdır. Bu tür bir şart, AO'lar açısından ikincil bir yükümlülük olarak değerlendirilemeyecektir. Çünkü ikincil yükümlülükler bir kerelik ya da devamlı değil dönemsel edimlerdir. Bu tür bir şart, henüz şirket paysahibi sıfatını kazanmamış devralana karşı ileri sürüleceği için tek borç ilkesinin ihlalinin gerçekleşmeyeceği de öğretilde ifade edilmektedir. Bozkurt, s. 91-92. Diğer yandan paysahipleri sözleşmesine taraf olma gibi bir şartın bağlam olarak düzenlenmesi de mümkün değildir. Bağlamda ret nedenleri sınırlı sayıdadır ve TTK m. 493/7 uyarınca payların devredilebilirliği kanunda izin verilenden fazla zorlaştırılmayacaktır. Paysahipleri sözleşmesine katılma şartı, bağlam için öngörülen önemli neden oluşturma kıstasına da uymamaktadır. Ayrıca bağlam hükümlerinde amaçlanan devralanın bazı nitelikleri taşıması ya da taşınamaması olup bağlam, devralanın olumlu ya da olumsuz bir edimi yerine getirmesi şeklinde kurgulanamaz. Bozkurt, s. 126.

³⁷⁶ Bahtiyar, s. 247; Tekinalp, **Önalım**, s. 352; Tekinalp, **Yeni Bağlam**, s. 84; Bozkurt, s. 259.

³⁷⁷ Tekinalp, **Önalım**, s. 348; Vedat Buz, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005, s. 154 vd.

³⁷⁸ Lehner, SJZ 1954 s. 74; Klaey, s. 461; MünchKomm BGB – Westermann, ss 504 N. 8. aktaran: Okutan Nilsson, s. 216, 217.

³⁷⁹ Okutan Nilsson, s. 217.

düzenlenmiş olması durumunda ise nitelikli ön alım hakkından bahsedilecektir³⁸⁰. Paysahipleri sözleşmesinde nitelikli ön alım hakkına yer verilerek şartlar ve pay bedeli ya da fiyatın belirleme yönteminin belirtilmesi isabetli olacaktır³⁸¹. Aksi takdirde paysahibi ile üçüncü kişi arasında kararlaştırılmış olan ve aşırı yüksek olma ihtimali de olan bedel bu satış için de geçerli olacaktır³⁸².

Girişim sermayesi yatırımlarında sıkça başvurulanan önalım hakkı türlerinden biri de girişim sermayesi yatırımcısına sonraki yatırım turlarında önalım hakkı verilmesidir. Bu hak sayesinde, şirketin sermaye artırımı yoluyla yeni paylar çıkarıp bu payların (*pro rata* olarak) yeni ortaklarca satın alınması durumlarında, girişim sermayesi yatırımcısının girişim şirketindeki payının sulanması engellenmiş (*anti-dilution effect*) olacaktır.

Girişim sermayesi yatırımcısına paysahipleri sözleşmesi ile tanınan önalım hakkı Kanun'da öngörülmediği için tescil edilemeyecektir³⁸³. Şayet buna rağmen bir tescil yapılabilmişse, sicilin olumlu etkisi ancak kanunun tescilini veya ilanını öngördüğü haklar açısından oluşacağı için³⁸⁴ bu tescilde söz konusu olmayacaktır. Sonuç olarak tescil edilmiş olsa dahi, payın ön alım hakkı sahibi kişiden başkasına devredilmesi durumunda bu hak devralan üçüncü kişiye karşı ileri sürülemeyeceği³⁸⁵ için bu hakları içeren paysahipleri sözleşmeleri “sessiz kılıç”a benzetilmektedir³⁸⁶. Önalım hakkına sahip taraf ise ancak tazminat talep edebilecektir³⁸⁷.

³⁸⁰ Tekinalp, **Önalım**, s. 347.

³⁸¹ Fiyatın belirlenmesi amacıyla başlıca yollar olarak payın bilanço değeri, payın malvarlığı değeri ya da payın kapitalizasyon değerinin benimsenebileceği yönünde bkz. Tekinalp, **Önalım**, s. 347.

³⁸² Okutan Nilsson, s. 218.

³⁸³ Şirketin tescil ve ilanına dair TTK m. 354'te sayılan bazı hususlar dışında tescil ve ilan edilen bilgilerin TTK m. 36'da düzenlenen sicilin olumlu etkisinden yararlanamayacağı TTK m. 354/1'de ifade edilmiştir. Tekinalp, **Yeni Hukuk**, N. 10-38, s. 180. Bu hususlar arasında önalım gibi paylar üzerinde yenilik doğuran haklar yer almadığı için bu hakların sahipleri sicilin olumlu etkisinden yararlanamayacaktır. Bozkurt, s. 266.

³⁸⁴ Oğuz İmregün, **Ticaret Hukukunun Genel İlkeleri**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2004, s. 61 vd.

³⁸⁵ Karasu, s. 204.

³⁸⁶ Şehirli Çelik, s. 200.

³⁸⁷ İsmail Esin, Pay Alım ve Satım Opsiyonları ve Hükümleri”, **Prof. Dr. Hamdi Yasaman’a Armağan**, İstanbul, 2017, s. 301; Ayoğlu, s. 210.

Son olarak sözleşmesel önalım hakkı ile yasal rüçhan hakkının ve paylar üzerindeki imtiyazın farkını belirtmek yararlı olacaktır. TTK m. 461 vd.'da düzenlenen rüçhan haklarının kullanımı sermaye artırımı yapılarak yeni pay çıkarılması koşuluna bağlanmışken sözleşmesel önalım hakkının kullanılması payın devrine bağlanmıştır³⁸⁸. TTK m. 478 vd.'da düzenlenen pay üzerindeki imtiyazlar ise korporatif karaktere sahiptir ve düzenlenebilecekleri konular itibariyle sözleşmesel önalım hakkından farklılık arz etmektedir³⁸⁹. Ayrıca paya tanınması gereken haklar olan imtiyazlar karşısında paysahipleri sözleşmesi ile paysahiplerine tanınan haklar akdi birer hak niteliği taşımaktadır.³⁹⁰

c. Alım ve Satım Hakları (*Call Option ve Put Option*)

Özellikle tarafların girişim şirketine eşit paylarda ortak olduğu girişim sermayesi yatırımlarında karar alma mekanizmalarının işleyebilmesi, tarafların mutabakatına bağlıdır. Her zaman bu mutabakat sağlanamayacağı için, şirketin kilitlenmesi (*deadlock*) durumlarında devreye girmek üzere zorunlu alım (*call option*) ve zorunlu satım (*put option*) hakları sıklıkla paysahipleri sözleşmesi ile öngörülebilmektedir³⁹¹.

Satım hakkına sahip olan taraf, paylarının karşı tarafça devralınması hususunda karşı tarafı zorlayabilmekte, alım hakkını haiz taraf ise karşı tarafın paylarının karşı tarafın iradesine bakılmaksızın kendisine devrini talep edebilmektedir³⁹². Bu hakların yer aldığı paysahipleri sözleşmelerinde yaygın olarak bu hakların kullanılabilmesi için karar mekanizmalarının kilitlenmesi ya da sözleşmenin ağır ihlalinin gerçekleşmesi gibi bazı şartların oluşması kaydı da bulunmaktadır³⁹³. Kimi zaman da ortaklığın bir faaliyetine ya da yapısına ilişkin belirli bir kararın alınması durumunda taraflardan birine paylarının diğer tarafça satın alınmasını zorlama hakkı tanındığı

³⁸⁸ Bahtiyar, *Anasözleşme*, s. 248.

³⁸⁹ Bahtiyar, *Anasözleşme*, s. 248.

³⁹⁰ Besen, s. 30

³⁹¹ Ayoğlu, s. 213.

³⁹² Bozkurt, s. 260, Ayoğlu, s. 213.

³⁹³ Böckli, *Rechtsfragen*, s. 42; Cox/Hazen/O'neal, §14.9; Warren, s. 256 aktaran: Okutan Nilsson, s. 226; Ayoğlu, s. 214.

Yargıtay kararlarında yer bulmaktadır³⁹⁴. Paysahipleri sözleşmesinde yer alan bu opsiyon hakları³⁹⁵, bankalarca kullanılan ya da borsalarda işlem gören opsiyon haklarında olduğu gibi payın fiyat farklılaşmasından kazanç elde etmek amaçlı olarak tanınan haklar değildir. Söz konusu opsiyon hakları –özellikle ortaklığın kilitlenmesi durumlarında- ortaklıkta kalma veya çıkma hakkını içererek tarafları mutabakata varmaya teşvik etmektedir.

Alım ve satım hakkının nasıl kullanılacağı ile ilgili olarak, öncelikle belirtmek gerekir ki bu hakkın kullanılması ile bir satım sözleşmesi kurulacağına göre bu sözleşmenin esaslı unsurları olan satılan ve bedel paysahipleri sözleşmesinde belirlenmiş olmalıdır. Satılan olarak zaten paylar belirlenmiştir. Öte yandan; bedele ilişkin sabit bir meblağın belirlenmesi yerine genellikle sözleşmede belirtilen yöntemlerle bedelin belirlenmesine yer verilmektedir³⁹⁶. Açık bir belirleme olmaması hâlinde hakkın kullanılıp kullanılamayacağına mı hükmedileceği yoksa sözleşmenin ayakta tutulamaya mı çalışılacağı irdelenmesi gereken diğer bir husustur. Şu aşamada belirtmek gerekir ki paysahipleri sözleşmelerinde yer alan opsiyon hakları ile yukarıda da belirtildiği gibi fiyat farklılaşmasından kazanç değil de ortaklıkta kalma veya çıkma hakkı murat edildiği için paysahipleri sözleşmesinde bir belirleme yöntemine yer verilmeyen bedelin tespit edilmesi için bir yol

³⁹⁴ “Davacılar vekili, şirket esas sözleşmesi dışında yapılan ortaklık sözleşmesi hükümleri çerçevesinde, davalının sözleşmeye aykırı eylemleri nedeniyle sözleşmenin 6 (b) maddesi hükmü uyarınca davacıların hisselerini davalıya satma haklarının doğduğunu ileri sürerek, ortaklık sözleşmesi kapsamında zaruri alış hükümleri uyarınca hisse devrinin ifa edilmesini... ve davalı vekili, zaruri pay alış haklarının kullanılması için nedenlerin bulunmadığını savunmuştur. ... davaya dayanak yapılan sözleşmenin şirketlerin yönetimi başlıklı 4/b. maddesi “... Yönetim Kurulu’nda B grubu hissedarları temsilen atanmış bir yönetim kurulu üyesi olmaması halinde dahi yönetim kurulu toplantısına dair çağrı B grubu hissedarları temsilen ...’na da bildirilecektir.....” hükmünü haiz olup, aynı sözleşmenin yönetim ihtilaflarının çözülmesi başlıklı 5/b maddesi de “..B grubu hissedarları temsilen atanmış olan bir yönetim kurulu üyesi bulunmadığı takdirde, yönetim kurulunun 4.madde de belirtilen hususlarda aldığı bir kararı B grubu hissedarın uygun bulmaması halinde, B grubu hissedarın dilediği takdirde A grubu hissedara yazılı ihbar göndermek suretiyle hisselerini A grubu hissedara satma hakkına (Zaruri Alış) sahiptir...” hükmünü içermektedir....Bu durumda mahkemece, ... bu bağlamda davacıların zaruri satış haklarının doğup doğmadığının belirlenmesi gerekirken, eksik incelemeye, yanılığın değerlendirilmeye ve isabetli görülmemiş yazılı gerekçeye dayalı olarak karar verilmesi doğru görülmemiş ve kararın davacılar yararına bozulması gerekmiştir.” Yargıtay 11. HD. 02.04.2015 t., 2014/6824 E., 2015/4611 K. (www.kazanci.com)

³⁹⁵ Yenilik doğuran bir hak olan opsiyon hakkı ile taraflardan birine tek taraflı irade beyanı ile bir sözleşme kurma ya da mevcut bir sözleşmenin süresini uzatma yetkisi verilmektedir. Buz, s. 160 vd.

³⁹⁶ Şirketin ve buna bağlı olarak payların değerinin değişmesi dolayısıyla uygulamada EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization / Faiz, Vergi ve Amortisman Öncesi Kâr) göstergesi uyarınca belirlenen formüle sözleşmede yer verilmektedir. Bunun yanı sıra şirketin değerlendirme kuruluşları tarafından değerlemeye tâbi tutulup çıkan rapora göre bedelin belirlenmesi de uygulamada başvuru yöntemlerinden birisidir. Ayoğlu, s. 214.

bulunmalıdır. Bu noktada “Satış bedelinin belirlenmesi” başlıklı TBK m. 233’teki yöntemle göre alıcının satış bedelini belirtmeksizin malı alacağını kesin olarak bildirdiği kabul edilip; satış bedeli olarak ifa yeri ve zamanındaki ortalama piyasa fiyatı tayin edilebilir. Öğretide bedel belirleme yollarından biri olarak eTTK m. 418’e göre bedel tespiti önerilmiş olsa da³⁹⁷ bu maddenin karşılığı olan TTK m.491’de bedel tespitine ilişkin kısım artık yer almamaktadır.

d. Katılım ve Katma Hakkı (*Tag Along* ve *Drag Along*)

Alım ve satım hakları dışında uygulamada katılma hakkı³⁹⁸ (*tag along*; *Mitverkaufsrecht*) ve katma hakkı (*drag along*, *bring along*; *Mitverkaufspflicht*) da paysahipleri sözleşmesi ile düzenlenmektedir³⁹⁹. Eğer sözleşme taraflarından birinin paylarını satın almak üzere üçüncü bir kişi tarafından teklif sunulursa, katılma hakkı sahibi diğer paysahipleri de bu satışa aynı koşullarda katılarak bu hakkını kullanabilecektir. Bu hakkın kullanılması sayesinde, pay devri sonrasında şirket güç dengelerinin değişme ihtimalinde özellikle azınlık paysahibi olan tarafa paylarını devrederek şirketten ayrılma imkânı verilerek ilgili paysahibi korunmaktadır. Bunun tam tersi olan katma hakkında ise üçüncü kişiler tarafından sözleşme tarafı paysahibinin paylarının satın alınmasının teklifi durumunda payını satmak isteyen paysahibi diğer sözleşme tarafı paysahiplerini de aynı koşullarda bu satışa katabilecektir. Bu durum, şirketin özellikle kontrol sağlayacak düzeyde payının satın alınmasının anlamlı olması halinde satışı ve bu yolla şirketten ayrılmayı kolaylaştırmaktadır.

³⁹⁷ Okutan Nilsson, s. 230

³⁹⁸ Surchin, s. 8 vd. Bu hakkı inceleyen Tekinalp’e göre “*Mezkûr terimi ‘paylarını satarken benim paylarımı da kendininkilerle birlikte satmak zorundasın’ şeklinde Türkçeleştirebiliriz.*” Tekinalp, **Yeni Hukuk**, N. 9-137b, s. 160.

³⁹⁹ Miliauskas, **Company Law Aspects of Shareholders’ Agreements in Listed Companies**, s. 174. Bu haklara ilişkin terim sorunu ile ilgili ayrıntılı bilgi için bkz. Yılmaz, s. 10, 11.

3. Mali Haklar ve Borçlar (*Financial Rights and Obligations*)

Girişim sermayesi yatırımlarında güdülen ana amaçlardan biri - özellikle çekirdek finansmanı aşamasından itibaren- yaşı ve büyüklüğü yetersiz girişim şirketi ile tecrübesiz girişimcinin mali açıdan desteklenebilmesidir. Bu destek, girişim şirketine ortak olan GSYO tarafından doğrudan sağlanabileceği gibi, GSYO'nun tecrübesi, iş ağı ve itibarı kullanılarak girişim şirketine para, hammadde, teknolojik destek, pazarlama desteği ya da hukukî danışmanlık sağlanması şeklinde gerçekleşebilir. Bu süreç içerisinde girişim şirketi ile sermayedar arasında şirkete dair mali haklar ve borçların düzenlenmesi, genellikle paysahipleri sözleşmesi yoluyla yapılarak tüm taraflar açısından güvence altına alınmaktadır.

Mali borçların yüklenilmesi açısından bakıldığında, AO'larda geçerli olan tek borç ilkesine dikkat edilmelidir. Bu ilkenin öngörüldüğü TTK 480/1 ile TTK'de öngörülen istisnalar dışında, esas sözleşmeyle paysahibine, pay bedelini veya payın itibarî değerini aşan primi ifa dışında borç yükletilemeyeceği düzenlenmiştir. Ancak tek borç ilkesine "AO'nun jandarması" olarak muamele edilmemeli⁴⁰⁰, paysahiplerinin esas sözleşme dışında kendi rızaları ile kendilerini bağlayacak şekilde girişim şirketine karşı mali yüklenim altına girmelerinin bu ilkeye aykırılık teşkil etmeyeceği dikkate alınmalıdır. Bu çerçevede paysahipleri sözleşmesi ile, girişim şirketi belirli bir büyüklüğe ulaşana kadar kâr payı talep edilmeyeceği, ortaya çıkan şirket zararlarının karşılanacağı, şirket borçlarına kefil olunacağı ya da bazı şartların gerçekleşmesi durumunda sermaye artırımları kararına olumlu oy kullanılacağı gibi esas sözleşmede düzenlenseydi tek borç ilkesine aykırı olacak⁴⁰¹ mali yükümler altına, paysahipleri sözleşmeleri ile girilebilir⁴⁰². Paysahipleri sözleşmesi ile yüklenilen bu yükümlülüklerin geçerli olabilmesi için yükümlülüğün tüm özellikleri dikkate alınarak inceleme yapılmalıdır.

⁴⁰⁰ Yüksel, s. 14.

⁴⁰¹ Uçar, s. 133.

⁴⁰² Okutan Nilsson, s. 262; Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 4.

Girişim sermayesi yatırımcısı, paysahipleri sözleşmesi ile girişim şirketinin borcunu üstlenme, zararını kapatma ya da fon sağlama yükümü altına girebilecektir⁴⁰³. Bir sözleşmenin geçerliliğinde sözleşmenin objektif olarak esaslı unsurlarının belirli ya da belirlenebilir olması gerektiği için⁴⁰⁴ üstlenilecek borç ya da kapatılacak zarara ilişkin hüküm, zamansal ve miktar olarak belirlenebilirlik kıstasını sağlayabilecek nitelikte olmalıdır.

Eğer sermayedar tarafından, paysahipleri sözleşmesi ile girişim şirketinin kredi almasında kefil olma yükümü altına girilecekse⁴⁰⁵, bu taahhüt bir üçüncü kişi lehine (girişim şirketi lehine) sözleşme yapma vaadi niteliğini taşıyacaktır⁴⁰⁶. Böyle bir kefil olma vaadinin kefalet ön sözleşmesi olarak nitelenmesi mümkündür.⁴⁰⁷ TBK m. 29/2 uyarınca bu ön sözleşmenin geçerliliği ileride kurulacak sözleşmenin şekline bağlı olacaktır⁴⁰⁸. Ayrıca TBK m. 583/2’de bir üçüncü kişiye kefil olma vaadinde bulunulması durumunda da aynı şekil şartlarının aranacağı özel olarak ifade edildiği için sermayedarın bulunacağı kefil olma taahhüdü de TBK 582 hükmüne ve TBK m. 583’te yer alan şekil şartlarına⁴⁰⁹ uygun olmalıdır⁴¹⁰.

Mali haklar edinilmesi durumunda ise AO’larda geçerli olan “sermayenin ve malvarlığının korunması ilkesi” göz önünde bulundurulmalıdır. TTK m. 329’da ifade edildiği üzere; AO, borçlarından dolayı yalnız malvarlığı ile sorumludur. Bu nedenle

⁴⁰³ Ayoğlu, s. 206.

⁴⁰⁴ Oğuzman ve Öz, s. 72 vd.

⁴⁰⁵ Tebliğ’in 20. maddesinde yer alan GSYO’ların kefil olmasına dair sınırlamalar için bkz. Bölüm I-B-3-e.

⁴⁰⁶ Ayoğlu, s. 206.

⁴⁰⁷ Paysahipleri sözleşmesinde yapılacak bu türden bir düzenleme ile kefalet sözleşmesi kurma vaadi üçüncü bir kişi olan girişim şirketi yani esas borçluya yapılmaktadır. TBK m. 583/2’de bu vaadin alacaklıya ya da esas borçluya yapılması arasında bir fark gözetilmeksizin kefaletin geçerlilik şartlarının gerçekleşmesi zorunlu tutulmaktadır. Burak Özen, **6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu Çerçevesinde Kefalet Sözleşmesi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012, s. 55 vd.

⁴⁰⁸ Soergel/Wolf vor § 145, Rdnr. 64; Staudinger/Bork, § 145, Rdnr. 61; MÜNCHKOMM/Einsele, § 125, Rdnr. 11; Palandt/Heinrichs, Einf. vor § 145, Rdnr. 20; BGH NJW 58, 128; BGH LM § 154 Nr. 4 aktaran: Ayrancı, s. 146.

⁴⁰⁹ TBK m. 583’e göre kefalet sözleşmesi yazılı şekilde yapılmalı, kefilin sorumlu olduğu azamî miktar, kefalet tarihi ve müteselsil kefil olunması durumunda, bu sıfatla veya bu anlama gelen herhangi bir ifade ile yükümlülük altına girildiği kefilin el yazısı ile belirtilmelidir.

⁴¹⁰ Tekinay, Akman, Burcuoğlu ve Altop, s. 143; Özen, s. 56 vd.

malvarlığının korunması ilkesi, AO'nun taşıyıcı kolonlarından biridir⁴¹¹. Bu ilkenin yansımaları TTK'de yer alan birçok maddede⁴¹² yasaklayıcı hükümler olarak kendini göstermektedir. Örneğin TTK m. 480/3'te yer alan hükümle paysahiplerinin sermaye olarak şirkete verdiklerini geri isteyemeyecekleri ya da TTK m. 509'da düzenlenen sermaye için faiz istenemeyeceği kuralı AO'da malvarlığının korunması ilkesinin yansımalarıdır⁴¹³. Malvarlığını koruma ilkesinin yansıması olan söz konusu yasaklayıcı hükümlere aykırı düzenlemeler, esas sözleşmede yer alamayacağı ya da genel kurul kararı ile kabul edilemeyeceği gibi AO'nun temel ilkelerine aykırı olacak böyle düzenlemelere paysahipleri sözleşmesinde yer verilemeyecektir.

Paysahipleri sözleşmesi yoluyla düzenlenebilecek mali hak edinimlerinin başında kâr payına dair düzenlemeler gelmektedir⁴¹⁴. Her ne kadar TTK m. 507'ye göre kâr payının nasıl dağıtılacağı esas sözleşmede belirlenebilir olsa da böyle bir belirlemenin yapılmaması ya da bu konuda genel ifadelerle yer verilmesi durumunda paysahipleri sözleşmesi ile belirleme yöntemine başvurulabilecektir. Girişim sermayesi yatırımlarında yer alan girişim şirketi çoğunlukla daha fikir aşamasında ya da üretimin çok başlarında bu yatırım almaktadır. Bunu göz önünde tutarsak esas sözleşmede kâr payı dağıtımına ilişkin bir belirleme yoksa ya da var olan belirleme yerine girişim şirketinin ilk yıllarında farklı bir rejim uygulanmak isteniyor ve esas sözleşmede var olan sistemin değiştirilmesi ile uğraşılacak istenmiyorsa yapılacak paysahipleri sözleşmesinde kâr payı oranına, yönteme ve takvime ilişkin bir belirleme yapılabilecektir⁴¹⁵. Örneğin şirkete sermaye sağlayan sermayedarın daha fazla kâr payı alması ya da dağıtılacak kâr payının şirket sermayesine katılması paysahipleri sözleşmesi ile kararlaştırılabilir. TTK'nin 507. maddesi uyarınca paysahiplerinin kâr payına dair taleplerini şirkete karşı ileri sürebilmeleri bu konudaki esas sözleşme hükümlerine; bu yoksa alınacak genel kurul kararına

⁴¹¹ Tekinalp, **Yeni Hukuk**, N. 9-06b, s. 79, 80.

⁴¹² TTK m. 128, 332, 341, 342, 343, 344, 346, 348, 349, 356/1, 375/1, 376, 378, 379, 380, 395/2, 456/1, 457, 480/3, 481, 484/1, 485/2, 501/1, 509, 510, 511, 519, 520.

⁴¹³ Serkan İçtem, **A Practical Approach to Legal Protection of Equity Investment Under Turkish Law**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015, s. 233.

⁴¹⁴ Hoffman-Becking, ZGR 1994, s. 444 aktaran: Okutan Nilsson, s. 264; Aslı E. Gürbüz Usluel, **Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Alma Hakkı**, Ankara: Batider, 2016, s. 34; Ayoğlu, s. 206.

⁴¹⁵ Gürbüz Usluel, s. 35.

bağlıdır⁴¹⁶. Bu nedenle paysahipleri sözleşmesinde yer alan kâr payı dağıtımına dair düzenlemenin hüküm ifade edebilmesi için paysahipleri sözleşmesi tarafı olan şirket paysahiplerinin genel kurulda, paysahipleri sözleşmesindeki gibi bir belirleme yönünde oy kullanmaları gerekmektedir⁴¹⁷. Genel kurulda böyle bir belirlemenin yapılamaması durumunda ise kâr payı, paysahipleri sözleşmesinde belirlenen oranda şirketten talep edilemeyeceği için son çare olarak sözleşme tarafları birbirlerinden sözleşmesel sorumluluklarına dayanarak talepte bulunabilecektir⁴¹⁸.

4. Sadakât Yükümü (*Duty of Loyalty*)

Anonim ortaklık paysahiplerinin kural olarak ortaklığa ya da birbirlerine karşı bir sadakat yükümü altında olmadıkları kabul edilmektedir⁴¹⁹. Halbuki girişim sermayesi yatırımlarında taraflar arasında güvene dayanan yakın ilişki ve menfaat birliği tarafların birbirlerine ve girişim şirketine karşı sadakat yükümü altına girmelerini gerektirebilmektedir. Yapılan paysahipleri sözleşmesi bir adi ortaklık niteliği taşıyorsa ortaklar arasında *affectio societatis* ilkesi gereği bir bağlılık ortaya çıkacak ve ortakların birbirlerine ve şirkete karşı şirketin amaçlarına ulaşmasını zorlaştıran iş ve işlemlerde bulunmaması gerekecektir⁴²⁰. Bu durum söz konusu

⁴¹⁶ Gürbüz Usluel, s. 35.

⁴¹⁷ Gürbüz Usluel, s. 35.

⁴¹⁸ Okutan Nilsson, s. 265; Gürbüz Usluel, s. 35.

⁴¹⁹ Ansay, s. 227; Ömer Teoman, **Paysahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 1983, s. 12; Hayri Domanıç, **Anonim Şirketler ve Uygulaması-TTK Şerhi**, İstanbul: Temel Yayınları, 1988, s. 1115-1116; Okutan Nilsson, s. 36; Arslan Kaya, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2001, s. 257; Mustafa Çeker, **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2001, s. 194; Fatih Aydoğan, **Ticaret Ortaklıklarında Rekabet Yasağı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2005, s. 85; Sıtkı Anlam Altay, s. 631; Mehmet Bahtiyar, **Ortaklıklar Hukuku**, s. 292; Pulaşlı, **Şirketler Hukuku-Genel Esaslar**, s. 642; Tekinalp, (Poroy ve Çamoğlu), **Ortaklıklar Hukuku II**, s. 97 vd. Anonim ortaklıklarda paysahiplerinin ortaklığa ve birbirlerine karşı sadakat yükümlülüğü altında olduğuna; ancak bu yükümlülüğün içeriğinin farklı kriterlere göre değiştiğine ilişkin görüş için bkz. Füsün Nomer Ertan, **Anonim Ortaklıkta Paysahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, Beta: İstanbul, 1999, s. 78.

⁴²⁰ Adi ortaklıkta sadakat yükümüne ilişkin ayrıntılı bilgi için bkz. Nomer, **Sadakât Yükümlülüğü**, s.10; Murat Yusuf Akın, **Şirketler Hukukunda Ve Özellikle A.Ş.'lerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002, s. 43 vd.

değilse, akdedilecek paysahipleri sözleşmesinde tarafların birbirlerine ve girişim şirketine karşı sadakat yükümü altına girmeleri kararlaştırılabilecektir⁴²¹.

Taraflar arasında genel bir sadakat yükümü kararlaştırılması durumunda bu yükümün kapsamına şirketle rekabet etmeme yükümü de girmektedir⁴²². Böylece, girişim sermayesi yatırımlarında paysahipleri sözleşmesi ile kararlaştırılacak sadakat yükümü ile taraflardan birinin girişim şirketi ile rekabete girerek ona zarar vermesi önlenilmekte ya da girişim şirketinin faaliyetinin temelini teşkil eden teknik bilginin ya da *know-how*'ın girişim şirketine sağlanmasını da öngören sadakat yükümü düzenlemesi ile girişim şirketinin amaçlarına ulaşabilmesi desteklenmektedir.

5. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkına İlişkin Hükümler (*Right to Information and Inspection*)

Girişim sermayesi yatırımlarında sermaye sağlayan girişim sermayesi yatırımcısı, girişim şirketinin faaliyetlerine ilişkin olarak bilgi alma ve inceleme hakkını TTK'de paysahiplerine tanınan haklar çerçevesinde kullanabilecektir. Bu konudaki TTK düzenlemeleri, eTTK'ye nazaran bu hakların kullanılmasını kolaylaştırmış olsa da yüksek risk taşıyan yatırımlara sermaye sağlayan girişim sermayesi yatırımcısının olağan olarak senede bir kez toplanan genel kurulda kullanmaya çalışacağı bilgi alma ve inceleme hakkının yetersiz kalabilecektir⁴²³.

Girişim sermayesi yatırımcısının yatırım kararını etkileyen bu durumda, paysahipleri sözleşmesi hükümleri ile girişim şirketine dair bilgi alma ve inceleme hakları somutlaştırılabilecek ve girişim sermayesi yatırımcısı lehine

⁴²¹ König, s. 27; Zöllner, Baumbach /Hueck GmbHG ss47 N. 79 aktaran: Okutan Nilsson, s. 260; Gross-Bölting, s. 47; Öztürk Akkartal ve Kandıralıoğlu, s. 4. “...*taraflar arasında akdedilen 01/12/2009 tarihli hissedarlar sözleşmesi çerçevesinde tarafların, "rekabet etmeme taahhütleri" başlıklı 7. maddesiyle hissedarların, anonim ortaklıkla rekabet etmesinin akdi olarak yasaklanmışken, ...*” Yargıtay 11. HD. 11.05.2017 t. ve 2016/8625 E., 2017/2833 K. (www.kazanci.com)

⁴²² Okutan Nilsson, s. 261; Ayoğlu, s. 206.

⁴²³ Gross-Bölting, s. 41-42.

geniřletilebilecektir⁴²⁴. Örneğın girişim şirketinin de taraf olduğu bir paysahipleri sözleşmesinde, şirketin yıllık vergi beyannamelerine esas olan mali tabloların Maliye Bakanlığı'na sunulmadan önce GSYO tarafından incelenmesi veya sözleşmede belirtilen bir bağımsız denetim kuruluşuna incelettirilmesi⁴²⁵ ya da önemli bir yatırım kararı öncesi yapılan fizibilite etüdüne ilişkin raporların GSYO'nun incelenmesine sunulması gibi düzenlemeler yapılabilecektir.

C. Sözleşmeye Uyulması Amacıyla Konulan Hükümler

Paysahipleri sözleşmesi borçlar hukuku ile ticaret hukukunun kesiştiği bir alanda yer almaktadır. Bu kesişim noktasında yer almanın ticaret hukukunda yer alan bazı sıkı düzenlemelerin kapsamı dışına çıkabilmek gibi yararları olsa da - nimet - külfet dengesi gereği - paysahipleri sözleşmesinin ihlali durumlarında ticaret hukukunda yer alan iptal, sorumluluğa gitme ya da ıskat gibi yaptırımların kullanılamaması durumu ortaya çıkmaktadır. İşte bu nedenle taraflar, paysahipleri sözleşmesinde, sözleşmeye uyulmasını özendirici ve sözleşmenin ihlal edilmesini caydırıcı hükümlere yer vermektedirler⁴²⁶. Aşağıda bu amaçla sıklıkla pay sahipleri sözleşmesine konan hükümler incelenecektir.

1. Sözleşme Cezası

Paysahipleri sözleşmesinde, taraflardan birinin sözleşmesel yükümlölüğünü hiç ya da gereği gibi yerine getirmemesi durumunda sözleşme cezasına tâbi olacağı tarafların sözleşmeye uymasını sağlayacak en etkili yöntemlerden biridir⁴²⁷. Bu

⁴²⁴ Miliauskas, *Company Law Aspects of Shareholders' Agreements in Listed Companies*, s. 173; Ayoğlu, s. 206.

⁴²⁵ Ayoğlu, s. 206.

⁴²⁶ Bahtiyar, *Ortaklıklar Hukuku*, s. 189.

⁴²⁷ Ugo Mattei, "The Comparative Law and Economics of Penalty Clauses in Contracts", *The American Journal of Comparative Law*, C.43, S.3, 1995, s. 432; Bürgi Art. 692, N. 40, Glattfelder, s. 321a; König s. 28, Laenzlinger, BaslerKomm Art. 692 N. 13 aktaran: Okutan Nilsson, s. 266; Hilal Gülseven, *Türk Özel Hukukunda Cezai Şartın İndirilmesi*, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016, s. 26; Uçar, s. 134. Sözleşmede yer alan ceza koşulunun tarafların davranışları, ikincil maliyetler ve uygulama maliyetleri üzerindeki etkisine ilişkin ekonomik açıdan inceleme için bkz. Kerem Cem

yönetimin tercih edilmesinin önemli nedenlerinden biri, TBK m. 180’de de ifade edildiği gibi alacaklı taraf hiç bir zarara uğramamış olsa dahi kararlaştırılan cezanın ifasının gerekmesidir. Böylece zararın ve kusurun kanıtlanması ve zararın hesaplanması ile uğraşmadan sadece ifa etmemenin ispatı ile kararlaştırılan cezanın yerine getirilmesi talep edilebilecektir.⁴²⁸

TBK m. 182 uyarınca taraflar, paysahipleri sözleşmesine koyacakları cezanın miktarını serbestçe tayin edebileceklerdir. Aynı maddenin üçüncü fıkrasına göre, hâkime aşırı gördüğü ceza koşulunu indirme yetkisi verilmiş olması, ceza koşulunun caydırıcı etkisini olumsuz etkilemektedir. Ancak eğer borçlu tacir sıfatını taşıyor ise TTK m. 22’ye göre aşırı olması nedeniyle sözleşme cezasının indirilmesini isteyemeyecektir. Yargıtay tarafından kabul edildiği üzere⁴²⁹, ancak ve ancak cezayı ödeyecek tarafın “*ekonomik mahvına*” neden olacak aşırılıkta bir ceza varsa bu durum ahlâka aykırılık teşkil edeceği için söz konusu ceza koşulu kısmen ya da tamamen iptal edilebilecektir. Mahkemelerce bu değerlendirme yapılırken ortaklığın malvarlığı, iş gücü, sözleşmeye uyulmasının önemi ve borçlunun durumu dikkate alınacak, somut olayın koşullarını göz önünde bulundurmayan genel geçer bir değerlendirme yapılmayacaktır⁴³⁰.

Şanlı, **Hukuk ve Ekonomi Perspektifinden Sözleşme Hukuku ve Sözleşme Yaptırımlarının Ekonomik Analizi**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015, s. 225 vd.

⁴²⁸ Esin ve Lokmanhekim tarafından verilen örnek olayda paysahipleri sözleşmesi ile sözleşmesine taraf olan paysahiplerinin bazılarının bu sözleşmeye aykırı hareket etmeleri nedeniyle yönetim kurulu paysahipleri sözleşmesine göre oluşmamıştır. Sözleşme cezası kararlaştırılmadığı durumda, olaydaki gibi bir borca aykırılığa karşı paysahipleri sözleşmesinin diğer tarafları tazminat talebinde bulunabilecektir. Tazminat talep eden bu kişilerin zararın varlığını ve miktarını kanıtlamaları gerekecektir. Bu durumda yönetim kurulunun paysahipleri sözleşmesine aykırı olarak oluşmasının oluşturduğu zararın hesaplanması neredeyse imkânsızdır. İspatlanabilecek tek zarar belki de yönetim kuruluna seçilmesi düşünülen kişilerin huzur hakkıdır. Bu durumda, paysahipleri sözleşmesi ile sözleşme cezası düzenlenmiş olsaydı sadece ifa etmemenin ispat edilmesi sözleşme cezasının doğması için yeterli olacaktı. Esin ve Lokmanhekim, s. 74.

⁴²⁹ YHGK, 20.03.1974 t. ve 1970/T-1053, E. 1974/422 K. sayılı kararı (YKD, 1977/I, s. 11-23). Eren, s. 1213; Arkan, s. 146 vd.

⁴³⁰ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 108. “...Mahkemece, iddia, savunma, bilirkişi raporu ve tüm dosya kapsamına göre, davalılardan ..., ... ile tarihli hissedarlar sözleşmesinin tarafı olup sözleşmenin rekabet yasağını düzenleyen 7. maddesinin taraflardan birinin doğrudan veya dolaylı olarak rüzgar değirmen kulesinin üretimini yapıp, ortaklıkla rekabet yapmalarını engellemek için düzenlendiği, pay sahiplerinin sözleşmenin taraflarının doğrudan bu faaliyette bulunmamaları gerektiği, davalıların bu sözleşme hükmüne aykırı olarak davranışta bulundukları anlaşıldığından, bunun sonucu olarak aynı sözleşmenin 14. maddesinde öngörülen cezai şarttan sorumlu oldukları, sözleşmeye taraf olmayan sorumluluğundan söz edilemeyeceği, cezai şart alacağı için BK'nin 146. maddesi uyarınca 10 yıllık zamanaşımı süresinin dolmadığı, davalılar ..., ...'nun birden fazla şirketin ortağı ve yöneticisi oldukları anlaşıldığından anılan davalıların tacir olduklarının kabulü gerektiği, cezai şart indiriminden yararlanmalarının mümkün olmadığı, cezai şartın miktarı tarafların ekonomik

Girişim sermayesi yatırımlarında, sözleşme taraflarını, paysahipleri sözleşmesini ihlal etmekten caydırmak noktasında sözleşme cezası uygun bir yol olacaktır. Bilhassa ekonomik açıdan çoğunlukla zayıf konumda olan girişimcilere karşı, ekonomik açıdan daha güçlü olan girişim yatırımı sermayedarının taahhütlerini yerine getirmeye teşvik edilmesinde sözleşme cezası etkili olacaktır.

Sözleşme cezasına benzer şekilde, paysahipleri sözleşmesi taraflarının, sözleşmenin kendileri tarafından ihlali durumunda teminat oluşturması için kambyo senedi düzenlemesi uygulamasına da rastlanmaktadır⁴³¹. Teminat olarak kambyo senedi düzenlenmesi yolunun, sözleşme cezasının tahsil zorluğu ve mahkemede indirilebilmesi olasılığı karşısında sözleşmeye uyulmasını sağlamak amacına daha elverişli olduğu söylenebilir.

2. Payların Bir Adi Ortaklığa ya da Ticaret Ortaklığına Sermaye Olarak Konulması

Payların, sözleşme tarafı ortaklardan oluşan bir adi ortaklığa ya da ticaret ortaklığına devredilmesi, özellikle paysahipleri sözleşmesine uygun oy kullanılmasını sağlamaya yönelik uygulamalardan biridir⁴³². Bu yöntem ile payların mülkiyeti adi ortaklığa ya da ticaret ortaklığına geçirilmiş olacağı için hem sözleşme taraflarının onayı olmadan payların üçüncü kişilere devri önlenmiş olmakta hem de eğer paysahipleri sözleşmesi ile paylara ilişkin hakların kullanılması için temsilci tayini öngörülmüşse bu temsilciye verilen yetkinin paysahibi tarafından geri

durumları da göz önünde bulundurulduğunda davalıların ekonomik mahvına sebep olacak miktarda olmadığı gerekçesiyle davanın kısmen kabulüne, 500.000 EURO cezai şartın 27/02/2013 tarihinden itibaren faiziyle birlikte davalılar ..., ...,Ş'den tahsiline, müspet ve menfi zarara dair davanın feragat nedeni ile reddine, davalı yönünden davanın husumet yokluğu sebebiyle reddine karar verilmiştir..." Yargıtay 11. HD. 11.05.2017 t. ve 2016/8625 E., 2017/2833 K. (www.kazanci.com)

⁴³¹ "...Somut olayda, borçlunun, takip dayanağı senedin, taraflar arasında imzalanan "Hissedarlar Sözleşmesi"nin ilgili maddesi gereğince teminat olarak verildiğini ileri sürdüğü ve mahkemece senedin adı geçen sözleşmenin teminatı olduğunun anlaşıldığı gerekçesiyle talebin kabulüne karar verildiği görülmektedir..." Yargıtay 12. HD. 31.05.2016 t. ve 2016/2630 E., 2016/15409 K. (www.kazanci.com)

⁴³² Janberg/Schlaus. Die AG. 1967, s. 34; Uhlenbruck, DB., 1967, s. 1930; J. Deumling, DB., 1964, s. 1689; Lübbert, s. 196; Stuber, s. 33 vd.; Glattfelder, s. 232a. aktaran Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 94.

alınabilmesi olasılığı ortadan kaldırılmaktadır. Pay ve ona bağlı hakların kullanımını paysahipleri sözleşmesi taraflarının iradelerine bırakan bu yöntemin hem payların mülkiyetinin paysahipleri tarafından devrini içermesi hem de özellikle yeni bir ticaret ortaklığı kurmanın külfetli olması nedeniyle çok tercih edilmediği ifade edilmektedir⁴³³.

3. Borçlunun Temsil Yetkisi Vermesi ve Pay Senetlerinin Tevdii

Paysahipleri sözleşmesine uyulmasını sağlamak amacıyla, paya ilişkin özellikle oy hakkını kullanmak üzere, paysahipleri sözleşmesi ile taraflara temsilci atanabilir. TTK m. 427 ve devamına göre paysahipleri sözleşmesi ile verilen bu temsil yetkisi TBK'nin 42 ve 512. maddeleri uyarınca her zaman geri alınabileceği için bu yöntemin pratikte paysahibini paysahipleri sözleşmesine göre oy kullanma yükümüne zorlayamayacağı açıktır. Bu durumun dikkate alındığı uygulamada, temsil yetkisi verilmesine ilaveten, ilgili pay senetlerinin TBK m. 561 vd. maddeleri uyarınca saklama sözleşmesi çerçevesinde paysahipleri sözleşmesi taraflarının oluşturduğu konsorsiyuma ya da göstereceği banka ya da noter gibi üçüncü bir kişiye tevdii etmesi yöntemine başvurulmaktadır.

Bu yöntemin kullanılmasında hamiline yazılı ve nama yazılı pay senetlerine ilişkin ayrı bir değerlendirme yapılması gerekir. Eğer tevdii edilen senetler hamiline yazılı ise TTK m. 426/2 uyarınca sadece hamiline yazılı pay senedinin zilyedi bulunduğunu ispat eden kimse, şirkete karşı pay sahipliğinden doğan hakları kullanmaya yetkili olacağı için, hamiline yazılı senedini tevdii etmiş olan pay sahibinin bu paya dayalı haklarını ve özellikle oy hakkını bireysel olarak kullanması engellenmiş olacaktır.

Tevdii edilen pay senetleri nama yazılı ise TTK 426/1 uyarınca bu pay senetlerine ilişkin temsil yetkisi yazılı olarak verilmiş olmalı ve TTK m. 426 ve 499

⁴³³ Okutan Nilsson, s. 275; Deumling, Der Betrieb. 1964, s. 1689; Uhlenbruck DB., 1967, s. 1930; Lübbert, s. 196; Stuber s. 33 vd., Glattfelder, s. 232a. aktaran: Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 95.

uyarınca şirkete karşı pay sahipliği pay defterine kayıtla hüküm ifade edeceği için pay defterine kayıt gerçekleştirilmiş olmalıdır⁴³⁴. Tüm bu işlemlere rağmen, payını tevdi etmiş olan paysahipleri sözleşmesi tarafı, TBK m. 42 ve 512 uyarınca istediği zaman bu senetleri saklayan kişiyi azledebilecek ve şirkete yapacağı bildirimden sonra genel kurulda kendisi oy kullanabilecektir. Nama yazılı senetlerdeki bu durumun önlenmesinin yolu ise payın mülkiyetinin inançlı işlem ile bunları saklayacak kişiye devredilmesidir⁴³⁵.

Yukarıda ifade edilen yöntemlerden istifade edilerek borçlar hukuku temelinde sadece sözleşme tarafları arasında bağlayıcılığı olan paysahipleri sözleşmesinin etkinliği güvence altına alınabilecektir.

⁴³⁴ Pay defterine kayıttan önce, eğer devir, şirket sözleşmesi ile onaya tâbi ise onay da verilmiş olmalıdır.

⁴³⁵ Moroğlu, **Oy Sözleşmeleri**, s. 91.

SONUÇ:

Girişim sermayesi, riskli yatırım alanlarında ticarileştirilebilir fikri olan girişimcilerin, sermaye gereksinimlerinin karşılanması suretiyle fikirlerini gerçekleştirebilmelerini sağlayan alternatif bir yatırım finansmanı modelidir. Bu finansman yöntemi fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanı sıra, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle üç-on yıllık şirketlere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarını da içermektedir.

Girişim sermayesi yatırımı yapmanın bir yatırım kararı olması nedeniyle gerçek kişiler ya da şirketler girişim sermayesi yatırımı yapabilecek olup GSYO'lar girişim sermayesi yapabilecek şirket türlerinden sadece birisidir. Teknolojik gelişme yoluyla ülke ekonomisine katkılarının önemi ve bu yatırımların kamu politikaları açısından desteklenmesi ve kontrolü amacıyla girişim sermayesi yatırımlarını ana işletme konusu olarak benimseyen, böylelikle bu alanda uzmanlaşan ve yapısı itibariyle işletme maliyetlerini azaltan GSYO'ların, etkinliklerini artırması, sağlanan vergisel avantajlar ve diğer teşvikler yoluyla yasakoyucu tarafından arzu edilmektedir.

Bu çalışmada incelenen bağlamda girişim sermayesi finansman ve yatırım yönteminin tarafları girişimci, girişim sermayesi yatırımcısı, girişim şirketi ve girişim sermayesi yatırım ortaklığıdır.

Girişim sermayesi yatırımının yapıldığı aşamalara çekirdek, başlangıç, büyüme ve köprü finansmanı gibi adlar verilmekte olup bu evrelerin her biri yatırımın amacı

ve miktarı açısından farklılık arz etmektedir. Bu aşamaları halka arz, birleşme ya da satın alma yolları ile geçilen yatırımdan çıkış aşaması takip etmektedir.

Uygulamada girişim sermayesi yatırımları yapılırken öncelikle girişim fikrinin genel bir tanıtımı yapılarak girişim sermayesi kapsamına girip girmediği belirlenmektedir. Eğer girişim fikrinin, girişim sermayesi yatırımı kapsamına giren işlerden olduğu tespit edilirse, hâlihazırda girişim şirketi kurulmuş ise GSYO tarafından şirkete dair ayrıntılı inceleme (*Due Dilligence*) yapılmakta veya şirket henüz kurulmamışsa girişim fikrine dair fizibilite raporu çıkarılmaktadır. Aynı zamanda girişimci tarafından sunulan iş plânı incelenmekte, elde edilen veriler teknik, mali, ve hukukî açılardan değerlendirilerek girişim projesinin yatırım değeri belirlenmektedir. Sonraki aşamada ise yatırımın gerçekleştirilmesine dair temel ilkelerin, tarafların hak ve yükümlülüklerinin, yatırım süresinin ve çıkış yönteminin belirlendiği yatırım sözleşmesi yapılmaktadır. Söz konusu yatırım sözleşmesi, Tebliğ’de de ifade edildiği ve içeriğine atıf yapıldığı üzere bir paysahipleri sözleşmesi niteliği taşımaktadır.

Tebliğ’e göre bir ortaklığın başlangıçta GSYO olarak kurulması mümkün olduğu gibi bir AO’nun esas sözleşmesini SerPK ve Tebliğ’de yer alan koşullara göre değiştirmesi yoluyla GSYO’ya dönüşmesi de mümkündür. Ayrıca Tebliğ’in 20. maddesine göre GSYO’lar tebliğde sayılan girişim sermayesi yatırımı faaliyetleri dışında sınırlı da olsa başka yatırım faaliyetlerinde bulunabileceklerdir.

Girişim sermayesi yatırımlarını teşvik etmek üzere bu alanda yatırım yapanlara önemli vergisel avantajlar sağlanmıştır. GSYO’ların kazançları ve diğer şirketlerin GSYO’nun paysahibi sıfatıyla elde ettikleri kâr payları kurumlar vergisinden muaf tutulmuştur. Ayrıca diğer şirketlerin GSYO’lara sermaye olarak konulması amacıyla girişim sermayesi fonu olarak ayırdıkları gelirleri de vergiden istisna edilmiştir.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının girişim sermayesi yatırımlarını gerçekleştirirken faydalandığı araçlardan biri olan paysahipleri sözleşmesi, ticaret şirketlerinde paysahipleri arasındaki ilişkiyi düzenlemek üzere olağan olarak iradî bir

şekilde akdedilebilmesine karşın, GSYO'lar açısından paysahipleri sözleşmesi akdetmek, girişim sermayesi yapmak için *sine qua non* bir vasıttır. Girişim şirketinin yönetim kontrolüne sahip ortakları ile GSYO arasında imzalanacak pay sahipliği sözleşmesinin zorunlu ve seçimlik içeriği de Tebliğ'in 23. maddesinde düzenlenmiştir. Bu sözleşme bir paysahipleri sözleşmesi mahiyetindedir. Yatırımın, girişim fikrinin daha şirketleşmeden dahi yapılıyor olması durumlarında risk daha da artmaktadır. Bu kadar yüksek bir risk taşıması nedeniyle diğer yöntemler ile yatırım alamayan bir girişime, GSYO'ların ortak olmak yoluyla katılması şeklinde gerçekleşen bir yatırımda, GSYO'ların da kendi menfaatlerini güvence altına almaları hem kendi şirketsel yükümlülükleri hem de kendilerine yatırım yapmış ortaklarına karşı sorumluluklarıdır. Bu sorumluluk da yapılan paysahipleri sözleşmeleri ile yerine getirilmektedir.

Girişim şirketine ortak olması dolayısıyla GSYO'nun, yasaca düzenlenmiş paysahipliği hakları mevcuttur. Ayrıca içeriği yasa ile belirlenmiş esas sözleşmede, girişim şirketinde bir paysahibi olan GSYO'nun hak ve yükümlülükleri yer alacaktır. Ancak yasakoyucuların ortaklık düzenini yaratırken ve esas sözleşmenin içeriğini belirlerken olağan şirketlerin yapısını ve olağan paysahiplerini dikkate aldığı unutulmamalıdır. Girişim şirketleri ise yüksek risk taşıyan yatırımlar için kurulmaları, işletme faaliyetleri ve ortaklarının (GSYO ve girişimciler) özellikleri itibarıyla farklılık göstermektedir. Yasa ve esas sözleşme hükümleri ile kurulan düzen girişim sermayesi yatırımı sistemi için yeterli gelmemekte; özellikle yüksek riskli bir yatırım yapmış olan GSYO'nun beklentilerini karşılamamaktadır. GSYO'nun şirket yönetiminde etkili olamayacak oranda bir paya sahip olduğu ya da şirket işlerine dair gerekli bilgi alma ve inceleme haklarını kullanamadığı durumlarda, GSYO'nun, yatırım yaptığı şirketin yapısını ve işleyişini girişim sermayesi yatırımlarına özgü koşullara uyarlayabilmesi için bir yan düzen kurması gerekmektedir. İşte bu yan düzen paysahipleri sözleşmesi ile kurulabilmekte ve bu sayede GSYO'lar girişim sermayesi yatırımı yaparken bu yatırıma özgü organizasyonel yapılara kavuşabilmektedir.

Girişim sermayesi yatırımları için önemi bu derece yüksek olan paysahipleri sözleşmeleri; ortaya çıkışı, içeriği ve etkileri itibarıyla borçlar ve ticaret hukukunun ortak bir kurumu olup şirketler hukukunun üzerinde yükseldiği temellerden biri

olarak nitelenmektedir. Bu sözleşmeler, esas sözleşme düzeni yanında, çoğu kez ona ve kanuna hükmeden veya ikisini de birden bertaraf eden bir “yan düzen” yaratmaktadır. Bu yan düzen sayesinde paysahipleri arasında esas sözleşme ile yapılamayacak birtakım düzenlemeler yapılabilmektedir. Çünkü esas sözleşme ile TTK’nin emredici hükümlerinin kapsamında olacak hükümler, paysahipleri sözleşmesi ile TTK’nin emredici hükümlerinin kapsama alanından çıkarılabilmektedir. Bunun temel nedeni ise şirket anayasası niteliğinde olan esas sözleşme ile getirilen hükümlerin adeta bir “pay mevkiine” yönelik hükümler olması dolayısıyla payı devralan herkesi bağlamasına karşın paysahipleri sözleşmesi hükümlerinin sadece sözleşmeye taraf olan paysahiplerini bağlayıcı özellik taşımasıdır.

TTK’nin ilgili maddelerinin lafızları ve gerekçeleri birlikte değerlendirildiğinde; kanunkoyucunun, paysahiplerini ve sermayeyi korumayı amaçlayan düzenlemelere göre şekillenen esas sözleşme düzenini, onu ortadan kaldırma ya da aşırı derecede sınırlama tehlikesi barındıran paysahipleri sözleşmesine karşı koruduğu; ancak bu korumanın paysahipleri sözleşmesini mutlak ve sınırsız bir biçimde kanuna aykırı olarak nitelendirme yoluyla yasaklama şeklinde değerlendirilmemesi gerektiği anlaşılmaktadır. Bu kıstaslara uygun paysahipleri sözleşmelerinin sözleşme özgürlüğü çerçevesinde geçerli bir biçimde akdedilebilmeleri mümkündür.

Kanun tarafından düzenlenmeyen, tescilli öngörülmeyen ve sözleşme özgürlüğüne dayanılarak akdedilen paysahipleri sözleşmeleri TBK m. 12’de düzenlenen sözleşmelerin şekline dair genel kural uyarınca şekil serbestisini haizdir ve asgari bir taraf sayısı da yoktur.

Girişimci ile GSYO arasında akdedilecek paysahipleri sözleşmesi ile sözleşmeye konu girişim şirketinin karar alma süreçler üzerinde etki sahibi olma ve bu ortaklığın yapısını planlama veya ortaklığı kişiselleştirme; bu temel amaçlara hizmet etmek üzere de ortaklığın esas sözleşmesinde kanunen yer alamayacak konuların düzenlenebilmesi, ortaklığa ilişkin konularda gizlilik ve güvenliğin sağlanması, ortaklığın paysahiplerinin arzusuna göre şekillendirilmesi, paysahipleri

ile ortaklık arasındaki bağın güçlendirilmesi, ortaklığın yabancılaşmasının engellenmesi, ortaklıkta güç dengesinin sağlanması ve korunması, ortaklıktaki hakimiyetin ele geçirilmesi ve ortaklığa yeni pay sahiplerinin gelmesi veya birleşme/devralma/halka açılma hallerinde yeni düzenin kolayca kurulması hedeflenmektedir.

Paysahipleri sözleşmesinin konusunu teşkil eden paysahipliği hakları, bir sermaye ortaklığı türü olan anonim ortaklıklarda, kişiye sıkı sıkıya bağlı haklar değil, bir malvarlığı parçası olan pay senedine bağlı ve kural olarak sermaye ve pay oranında kullanılabilen haklar olduğu için bu haklara ilişkin bir kişilik haklarına aykırılıktan bahsedilemeyecektir. Ancak paysahipliğine bağlı hakların paysahipleri sözleşmesinde yer alan taahhütlerle tarafların ekonomik özgürlüğünü kısıtlayacak derecede sınırlandırılması durumunda ahlâka aykırılık doğabilecektir.

Bir paysahipleri sözleşmesi, bir adi ortaklık teşkil ediyorsa, sözleşme tarafları da bu adi ortaklığın ortakları olarak kabul edilecektir. Söz konusu paysahipleri sözleşmesinin sona ermesi de TBK m. 639 ve 640'ta düzenlenen adi ortaklığın sona ermesi hükümlerine tâbi olacaktır. Eğer paysahipleri sözleşmesi bir adi ortaklık oluşturmuyorsa, bu sözleşmenin bir borçlar hukuku sözleşmesi olması dolayısıyla TBK'de sözleşmelerin sona ermesine ilişkin sayılan sebeplerin gerçekleşmesi durumunda sona erecektir.

Kurulacak girişim şirketinin işletme konusunun değiştirilmek istenmesi ya da faaliyetlerinin zamansal olarak kademelendirilmek istenmesi durumlarında esas sözleşme değişikliğe ilişkin prosedüre başvurulması zorunluluğunu mümkün olduğunca en aza indirmek amacıyla esas sözleşmede şirketin işletme konusu mümkün olduğunca geniş tutulmakta ve paysahiplerinin iradelerini yansıtacak sınırlamalar paysahipleri sözleşmesinde belirlenmektedir. Özellikle yeni gelişen teknolojik alanlarda faaliyet gösterecek şirketlerin girişimlerine ilişkin gizliliğin ya da fikri ve sınai hakların korunmasına yönelik kaygılarla işletme konusuna ilişkin sınırlama ve özelleştirmelerin tescil zorunluluğuna tâbi olan esas sözleşme ile değil de paysahipleri sözleşmeleri ile yapılması benimsenen amaçlara daha uygundur.

Paysahipleri sözleşmesi akdedilerek girişim şirketinin yönetiminde etkili olunmaya çalışması durumunda ve özellikle organlar arası yetki devirlerinde TTK m. 375'te düzenlenen yönetim kuruluna ait devredilemez ve vazgeçilemez görev ve yetkiler ile TTK m. 408'de düzenlenen genel kurula ait devredilemez görev ve yetkiler göz önünde bulundurulmalıdır. Bu maddelere aykırı olarak yapılacak paysahipleri sözleşmesi geçersiz olacaktır.

Yönetim kurulu üyesini, üçüncü bir kişinin talimatlarına uygun hareket etme taahhüdü altına sokan sözleşmeler, bu türde bir taahhüdün yönetim kurulu üyesinin özen ve sadakat yükümüne kendiliğinden bir aykırılık teşkil etmemesi nedeniyle ilke olarak geçerlidir. Bu tür bir sözleşmeye dayanılarak verilen talimatlar şirketin çıkarlarına uygun olduğu sürece uygulanabilecektir. Eğer ki sözleşme içeriğinde açıkça yönetim kurulu üyesinin şirket çıkarlarına aykırı hareket etmesi durumu yer almakta ise özen ve sadakat yükümü yönetim kurulu üyelerinin şahsi borcu olduğu için buna dair bir aykırılık sözleşmeyi batıl kılmayacaktır. Gerekirse yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğuna gidilebilecektir. Ancak burada yapılan sözleşmede bir başkası zararına hareket etme taahhüdü yer aldığı için sözleşme ahlâka aykırılıktan kesin hükümsüz kabul edilebilecektir.

Bir paysahipleri sözleşmesinde, onun özel bir türü olarak değerlendirilebilecek oy sözleşmesi şeklinde, ortaklığın karar organlarında oy hakkının belirli bir şekilde kullanılmasını, kullanılmamasını ya da kullanımında çekimser kalınmasını içeren taahhütler yer alabilmektedir. Bu taahhütler vekâlet yoluyla oy kullanmadan farklı olduğu gibi oy hakkı yine pay sahibinde kaldığı için paydan ve pay sahibinden ayrı olarak devrini yasaklayan emredici hükümlere de aykırı değildir. Ayrıca paysahipleri tarafından yapılan bu sözleşme de paysahiplerinin sözleşme özgürlüklerinin ve irade kullanımlarının bir görünümü olarak kabul edilmeli ve paysahiplerinin oy kullanma haklarının hukuka aykırı olarak kısıtlandığı kanısına varılmamalıdır.

Pay devrine dair kısıtlamalar ile payın devri belirli bir süre yasaklanabilmekte, devrin geçerliliği diğer paysahipleri sözleşmesi taraflarının onayına bağlanabilmekte,

payı devralacak kişilerin paysahipleri sözleşmesine taraf olmasının sağlanması yükümlülüğü getirilebilmekte ya da diğer paysahiplerine pay üzerine öncelik, alım, önalım ve satım gibi haklar tanınabilmektedir. Her ne kadar bu haklar, payın devrini kısıtlama açısından bağlam sistemine benzese de; payın bedelinin önceden tespit edilerek bedeli sözleşme ile belirleme özgürlüğünün kısıtlanabilmesi, yenilik doğurucu etkileri nedeniyle paysahibinin iradesinden bağımsız olarak devir borcu doğurabilmeleri ve devir borcu yerine getirilmediğinde paysahibinin tazminat yükümlülüğü ile karşılaşması ihtimali olması hasebiyle bu haklar bağlam hükümlerini aşar derecede paysahibinin pay devri seçimlerini kısıtlayabilmektedir. Bu ölçüdeki kısıtlamalar, esas sözleşme ile yapılırsa, tek borç ilkesine ve pay devrinin kanunda izin verilenin ötesinde kısıtlanamamasına aykırılık teşkil edecektir. Bu tür kısıtlamaların esas sözleşmede yer almasının bunların korporatif bir karakter kazanmasını sağlamayacağı, sadece borçlar hukukuna dayanan yükümlülükler yaratabileceği kabul edildiği için bu düzenlemelerin bir borçlar hukuku sözleşmesi olan paysahipleri sözleşmesi ile yapılması uyumsuzlukları en aza indirecek ve usul ekonomisi açısından da daha yerinde olacaktır.

Girişim sermayesi yatırımları için yapılan paysahipleri sözleşmelerinde payın üçüncü bir kişiye devrinden önce mevcut paysahiplerine teklif edilmesi şart koşulabilir. Eğer payını satmak isteyen paysahibinin evvela öncelik hakkı tanınan kişilere payını satmayı teklif etmesi zorunluluğu düzenlenmişse; buna “teklifte öncelik” hakkı adı verilmekte olup bu teklifin yapılması dışında satışın da öncelik hakkı tanınan kişiye yapılması zorunluluğu yoktur. Eğer öncelik hakkı ile paysahibine icapta bulunma zorunluluğu getirilmişse, buna “icapta öncelik” adı verilmekte ve payını devretmek isteyen paysahibinin bu icaba karşılık kabul beyanı ile satım sözleşmesi kurulmuş olmaktadır.

Girişim sermayesi yatırımlarının çoğunda, girişim şirketi paylarının üçüncü kişilere satışı durumunda paysahipleri sözleşmesi taraflarına önalım hakkı tanınmaktadır. Eğer paysahibi payını üçüncü bir kişiye satmak istiyorsa, paysahipleri sözleşmesi ile kendisine önalım hakkı tanınan kişi tek taraflı beyanı ile bu payı satın alabilecektir. Önalım hakkının düzenlendiği paysahipleri sözleşmesinde önalım hakkı kullanıldığı zaman kurulacak satış sözleşmesinde pay bedeli ya da fiyatın

belirleme yöntemi belirtilmelidir. Aksi takdirde paysahibi ile üçüncü kişi arasında kararlaştırılmış olan ve fazla yüksek olma ihtimali de olan bedel bu satış için de geçerli olacaktır.

Girişim şirketinin paylarına yarı yarıya ortak olan taraflar arasındaki kilitlenmeleri aşmak üzere paysahipleri sözleşmesi ile zorunlu alım ve satım hakları tanınabilmektedir. Satım hakkında sahip olan taraf, paylarının karşı tarafça devralınması hususunda karşı tarafı zorlayabilmekte, alım hakkını haiz taraf ise karşı tarafın paylarının karşı tarafın iradesine bakılmaksızın kendisine devrini talep edebilmektedir. Bu hakların yanı sıra, akdedilecek paysahipleri sözleşmeleri ile taraflara katılma hakkı ya da katma hakkı tanınabilmektedir. Böylece olası bir pay devri sonrasında şirket güç dengelerinin değişme ihtimalinde özellikle azınlık paysahibi olan tarafa paylarını devrederek şirketten ayrılma imkânı verilebilmektedir. Katma hakkı tanınması durumunda da, üçüncü kişiler tarafından sözleşme tarafı paysahibinin paylarının satın alınmasının teklifi durumunda payını satmak isteyen pay sahibi diğer sözleşme tarafı paysahiplerini de aynı koşullarda bu satışa katabilecek ve hem payın satın alınmasını anlamlı kılacak bir orana gelmesini hem de şirketten ayrılabilmeyi kolaylaştıracaktır.

Girişim şirketi belirli bir büyüklüğe ulaşana kadar kâr payı talep edilmeyeceği, ortaya çıkan şirket zararlarının karşılanacağı, şirket borçlarına kefil olunacağı ya da bazı şartların gerçekleşmesi durumunda sermaye artırımına kararına olumlu oy kullanılacağı gibi mali yükümlerin altına paysahipleri sözleşmesi ile girilebilir.

Paysahipleri sözleşmesi ile girişim sermayesi yatırımcısı, girişim şirketinin borcunu üstlenme ya da zararını kapatma yükümü altına girecekse; bir sözleşmenin geçerliliğinde sözleşmenin objektif olarak esaslı unsurlarının belirli ya da belirlenebilir olması gereğinden hareketle üstlenilecek borç ya da kapatılacak zarara ilişkin zamansal ve miktar olarak en azında belirlenebilirlik kıstasını sağlayabilecek bir düzenleme yapılmalıdır.

Eğer girişim sermayesi yatırımı yatırımcısı tarafından, paysahipleri sözleşmesi ile girişim şirketinin kredi almasında kefil olma yükümü altına girilecekse, bu durum bir üçüncü kişi lehine sözleşme yapma vaadi (önsözleşmesi) olarak nitelenecektir. TBK m. 29/2 uyarınca bu önsözleşmenin geçerliliği ileride kurulacak sözleşmenin şekline bağlı olacağı; ayrıca TBK m. 583/2’de bir üçüncü kişiye kefil olma vaadinde bulunulması durumunda da aynı şekil şartlarının aranacağı özel olarak ifade edildiği için sermayedarın bulunacağı kefil olma taahhüdü de TBK 582 hükmüne ve TBK m. 583’te yer alan şekil şartlarına uygun olmalıdır.

Paysahipleri sözleşmesi yoluyla düzenlenebilecek mali hak edinimlerinden biri de kâr payına dair düzenlemelerdir. Her ne kadar TTK m. 507’ye göre kâr payının nasıl dağıtılacağı esas sözleşmede belirlenebilir olsa da böyle bir belirlemenin yapılmaması durumunda paysahipleri sözleşmesi ile belirleme yöntemine başvurulabilecektir.

Anonim ortaklık paysahiplerinin kural olarak ortaklığa ya da birbirlerine karşı bir sadakat yükümü altında olmadıkları kabul edilmektedir. Taraflar arasında genel bir sadakat yükümü kararlaştırılması durumunda bu yükümün kapsamına şirketle rekabet etmeme yükümü de girmektedir. Böylece, girişim sermayesi yatırımlarında paysahipleri sözleşmesi ile kararlaştırılacak sadakat yükümü ile taraflardan birinin girişim şirketi ile rekabete girerek ona zarar vermesi önlenilmekte ya da girişim şirketinin faaliyetinin temelini teşkil eden teknik bilginin ya da *know-how*’ın şirket ile paylaşılmasını da öngören sadakat yükümü düzenlemesi ile girişim şirketinin amaçlarına ulaşabilmesi desteklenmektedir.

Paysahipleri sözleşmesinde, taraflardan birinin sözleşmesel yükümlülüğünü hiç ya da gereği gibi yerine getirmemesi durumunda sözleşme cezasına tâbi olacağı düzenlenebilmektedir. Bu yönetimin tercih edilmesinin en önemli nedenlerinden biri, TTK m. 180’de de ifade edildiği gibi alacaklı taraf hiç bir zarara uğramamış olsa dahi kararlaştırılan cezanın ifasının gerekmesidir. Sözleşme cezasına benzer şekilde, paysahipleri sözleşmesi taraflarının, sözleşmenin kendileri tarafından ihlâli durumunda teminat oluşturması için kambiyo senedi düzenlemesi uygulamasına da, sözleşme cezasının tahsil zorluğu ve mahkemede indirilebilmesi olasılığı karşısında

sözleşmeye uyulmasını sağlamak amacına daha elverişli olduğu için sıklıkla rastlanmaktadır.

Payların, sözleşme tarafı ortaklardan oluşan bir adi ortaklığa ya da ticaret ortaklığına devredilmesi, özellikle paysahipleri sözleşmesine uygun oy kullanılmasını sağlamaya yönelik uygulamalardan biridir. Bu yöntem ile payların mülkiyeti adi ortaklığa ya da ticaret ortaklığına geçirilmiş olacağı için hem sözleşme taraflarının onayı olmadan payların üçüncü kişileri devri önlenmiş olmakta hem de eğer paysahipleri sözleşmesi ile paylara ilişkin hakların kullanılması için temsilci tayini öngörülmüşse bu temsilciye verilen yetkinin pay sahibi tarafından geri alınabilmesi olasılığı ortadan kaldırılmaktadır.

Paysahipleri sözleşmesine uyulmasını sağlamak amacıyla, paya ilişkin özellikle oy hakkını kullanmak üzere, paysahipleri sözleşmesi ile taraflara temsilci atanabilir. TTK m. 427 ve devamına göre paysahipleri sözleşmesi ile verilen bu temsil yetkisi TBK'nin 42 ve 512. maddeleri uyarınca her zaman geri alınabileceği için bu yöntemin pratikte paysahibini paysahipleri sözleşmesine göre oy kullanma yükümüne zorlayamayacağı açıktır. Bu durumun dikkate alındığı uygulamada, temsil yetkisi verilmesine ilaveten, ilgili pay senetlerinin TBK m. 561 vd. maddeleri uyarınca saklama sözleşmesi çerçevesinde paysahipleri sözleşmesi taraflarının varsa oluşturduğu konsorsiyumu ya da göstereceği banka ya da noter gibi üçüncü bir kişiye tevdi etmesi yöntemine başvurulmalıdır.

KAYNAKÇA:

Acemoğlu Daron ve Robinson James A., **Ulusların Düşüşü**, (çev.) Faruk Rasim Velioğlu, İstanbul: Doğan Kitap, 2014.

Adıgüzel Burak, **Sermaye Piyasası Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017.

Agmon Tamir ve Sjögren Stefan, **Venture Capital and The Inventive Process**, Londra: Palgrave Macmillian, 2016.

Akbulak Yavuz, “6322 Sayılı Kanun ile Getirilen Girişim Sermayesi Fonu”, **İstanbul Barosu Dergisi**, C. 87, S. 2, 2013, s. 214-223.

Akın Murat Yusuf, **Şirketler Hukukunda Ve Özellikle A.Ş.’lerde Pay Sahibinin Sadakat Borcu**, İstanbul: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, 2002.

Akmut Özdemir, **Risk Sermayesi**, Ankara: Ankara Üniversitesi Siyasal Bilimler Fakültesi İşletme Ekonomisi Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayınları, 1990.

Altay Sıtkı Anlam, **Anonim Ortaklıklar Hukukunda Sermayeye Katılmalı Ortak Girişimler [Equity Joint Ventures]**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.

Altay Sıtkı Anlam, “Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları”, **6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Işığında Sermaye Piyasası Hukuku Sempozyumu**, (ed.) Korkut Özkorkut, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017.

Andenas Mads, “Shareholders’ Agreements: Some EU and English Law Perspectives”, **Tsukuba Law Journal**, S. 3, 2007, s. 135-154.

Ansay Tuğrul, **Anonim Şirketler Hukuku**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırmaları Enstitüsü, 1982.

Arıcı Mehmet Fatih ve Veziroğlu Cem, **Kaldıraçlı Devralma ve Anonim Şirketin Finansal Yardım Yasağı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018.

Arkan Sabih, **Ticari İşletme Hukuku**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2018.

Armour John, Hansmann Henry, Kraakman Reiner ve Pargendler Mariana, “What Is Corporate Law?”, (ed.) Kraakman Reinier, Armour John, Davies Paul ve diğerleri, **The Anatomy of Corporate Law**, ABD: Oxford University Press, 2017, s. 1-28.

Arsılanlı Halil, **Anonim Şirketler I**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960.

Arsılanlı Halil, **Anonim Şirketler II-III**, İstanbul: Fakülteler Matbaası, 1960.

Aslan Mehmet, **Fikri Mülkiyet Haklarının Anonim Şirketlere Ayni Sermaye Olarak Getirilmesi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016.

Association for Financial Markets in Europe, **The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses**, 2017.

Atamer Yeşim, **Sözleşme Özgürlüğünün Sınırlandırılması Sorunu Çerçevesinde Genel İşlem Şartlarının Denetlenmesi**, İstanbul: Beta, 2001.

Atilla Onur, **Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi**, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2006.

Aydoğan Fatih, **Ticaret Ortaklıklarında Rekabet Yasağı**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2005.

Aydoğan Gökhan, **Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller**, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, 2003.

Ayoğlu Tolga, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018.

Ayrancı Hasan, **Ön Sözleşme**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2006.

Bahtiyar Mehmet, **Anonim Ortaklıklar Anasözleşmesi**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2001. (Anasözleşme)

Bahtiyar Mehmet, "Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın Dili ve Bazı Hükümlerinin Değerlendirilmesi, **Türkiye Barolar Birliği Dergisi**, S. 61, 2005.

Bahtiyar Mehmet, **Ortaklıklar Hukuku**, İstanbul: Beta Yayınevi, 2017. (Ortaklıklar Hukuku)

Barlas Nami, **Adi Ortaklık Temeline Dayanan Sözleşme İlişkileri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016.

Bartlett Joseph W., **Fundamentals of Venture Capital**, ABD: Madison Books, 1999.

Baums Theodor ve Mölller Matthias, **Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht**, Osnabrück. Inst. für Handels- und Wirtschaftsrecht, 1999.

Baygan Günseli ve Freudenberg Michael, **The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy**, Paris: OECD Science, Technology and Industry Working Papers, 2000.

Bebchuk Arye, "The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law", **Columbia Law Review**, C. 89, 1989, s. 1395-1415.

Bebchuk Arye Lucian, “Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments”, **Harvard Law Review**, C.102, 1989, s.1820-1860.

Becker Ralf ve Hellmann Thomas, “The Genesis of Venture Capital”, **Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy**, (ed.) Vesa Kanninen ve Christian Keuschnigg, MIT Press, 2005

Belot François, “Shareholder Agreements and Firm Value: Evidence from French Listed Firms”, **SSRN**, 2010.

Besen Murat, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018.

Beşkardeşler Halil, **Türkiye ve Dünyada Risk Sermayesi**, İstanbul: Kadir Has Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Finans ve Bankacılık Anabilim Dalı Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2010.

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

Black Bernard S. ve Gilson Ronald J., “Venture Capital and Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Markets”, **Journal of Financial Economics**, C. 47, S.3, 1998, s. 243-277.

Bodur Bora, **Alternatif Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi: Seçilen Türk Şirketlerinde Uygulanmasına İlişkin Bir Analiz Çalışması**, İzmir: Yaşar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, 2009.

Böckli Peter, **Schweizer Aktienrecht**, Zürih: Schulthess Verlag, 2009.

Brehm Christian, **Das Venture-Capital-Vertragswerk**, Wiesbaden: Gabler Verlag, 2012.

Bronwyn Hall, “The Financing of Research and Development”, (ed.) Anthony Bartzokas ve Sunil Mani, **Financial Systems, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital**, Büyük Britanya: Edward Elgar Publishing, 2004.

Buckland Jeffrey Lawton, **Shareholders’ Rights and the Acquisition of Control in a Company**, Güney Afrika Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 1992.

Buz Vedat, **Medeni Hukukta Yenilik Doğuran Haklar**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2005.

Cadman John, **Shareholders’ Agreements**, Birleşik Krallık: Sweet & Maxwell, 2004.

Caselli Stefano, **Private Equity and Venture Capital in Europe**, Büyük Britanya: Elsevier, 2010.

Chemla Gilles, Ljungqvist Alexander ve Habib Michel, **An Analysis of Shareholder Agreements**, Journal of the European Economic Association, C. 5, S. 1, 2007, s. 93-121.

Clarkson Kenneth W., LeRoy Miller Roger ve Cross Frank B., **Business Law-Text and Cases**, Kanada: South-Western Cengage Learning, 2009.

Coase R. H., “The Nature of the Firm”, **Economica**, C. 4, S. 16, 1937, s. 386-405.

Cooke Darryl J., **Private Equity: Law and Practice**, Birleşik Krallık: Sweet & Maxwell, 2011.

Çamoğlu Ersin, **Anonim Ortaklık Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010. (Yönetim Kurulu Üyelerinin Hukuki Sorumluluğu)

Çamoğlu Ersin, “6102 sayılı Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Anonim Ortaklık Yönetim Kurulunda Belirli Grupların Temsili”, **Halil Arslanlı Bilim Arşivi**, 2011. (Temsil)

Çamoğlu Ersin, “Adi Şirket Ortağı Haklı Sebeple Çıkarılabilir mi?”, **Yargı Dünyası**, S. 263, 2017, s. 13-22.

Çeker Mustafa, **Anonim Ortaklıkta Oy Hakkı ve Kullanılması**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2001.

Çizakça Murat, **İş Ortaklıkları Tarihi**, İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1999.

Çizakça Murat, **Risk Sermayesi Özel Finans Kurumları ve Para Vakıfları**, İstanbul: İlmi Neşriyat, 1993. (Risk Sermayesi)

Çolak Ali, **Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Rüzgar Enerjisi Sektöründeki Uygulaması – Türkiye’den Örnek Bir Çalışma**, Ankara: Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Doktora Tezi, 2015.

Dao Nhat-Minh, **Venture Capital to Finance Start Ups**, Lahti Uygulamalı Bilimler Üniversitesi Uluslararası Ticaret Lisans Tezi, 2016.

Demir Koray, “Şarta Bağlı Sermaye Artırımında Tahvil Benzeri Borçlanma Araçları Kavramı”, **BATİDER**, C. XXXI, S. 3, 2015, s. 59-74.

Demirkol Berk, “Pay Sahipleri Sözleşmesi ile Getirilen Pay Devir Kısıtlamaları”, **YÜHFD**, C. 9, S. 2, 2012, s. 851-883.

Domaniç Hayri, **Anonim Şirketler Hukuku ve Uygulaması-TTK Şerhi**, İstanbul: Temel Yayınları, 1988.

Dural H. Ali, **Anonim Ortaklıklarda Yönetim Kurulunun Kilitlenmesi ve Hukuki Sonuçları**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2005

Dural H. Ali, **Anonim Şirket Yönetim Kurulunda Temsil Edilme Hakkı**, Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı, İsviçre Borçlar Kanunu'nun İktibasının 80. Yılında İsviçre Borçlar Hukuku'nun Türk Ticaret Hukuku'na Etkileri, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2009.

Eckermann Matthias, **Venture Capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry**, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2006.

Eckl Petra, Möller Matthias ve Glück Oliver, **Venture Capital Investment in Germany: Market and Regulatory Overview**, 2015.

Ehricke Ulrich, **Schuldvertragliche Nebenabreden zu GmbH-Gesellschaftsverträgen**, Heidelberg: Recht und Wirtschaft, 2004.

Eisenberg Melvin Aron, Winter Ralph K. ve McChesney Fred S., "The Structure of Corporation Law", **Columbia Law Review**, C.89,1989, s.1461-1525.

Eminoğlu Cafer ve Dalgıç Altıntaş Berin, "Türk Ticaret Kanunu'nun 340. Maddesi: Sermaye Şirketleri Hukukunda Sözleşme Özgürlüğü'nün Sonu mu?" **Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, C. 9, S. 2, 2014.

Engel Dirk ve Keilbach Marx, "Firm-level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation", **Journal of Empirical Finance**, S. 15, 2007, s. 150-167.

Erdem Ercüment, **İsviçre Şirketler Hukukuna İlişkin Kanun Taslağı ve Taslağın Türk Hukukuna Etkisi**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü 60. Yıl Armağanı, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2017, s.139-194.

Eren Fikret, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2017.

Eriş Gönen, **Ticari İşletme ve Şirketler Cilt II**, Ankara: Seçkin Yayınları, 2017.

Erol Cengiz, **İşletmelerde Finansal Yönetim**, Ankara: İmge Kitabevi, 1999.

Esin İsmail ve Lokmanhekim S. Tunç, **Uygulamada Birleşme ve Devralmalar**, İstanbul: Beta, 2003.

Esin İsmail, "Pay Alım ve Satım Opsiyonları ve Hükümleri", **Prof. Dr. Hamdi Yasaman'a Armağan**, İstanbul, 2017, s. 275-307.

Feld Brad ve Mendelson Jason, **Venture Deals**, New Jersey:Wiley, 2016.

Forstmoser Peter, "Aktionaerbindungsvertraege", Zurich: **Festgabe zum 60. Geburtstag von Walter R. Schluelp**, 1988, s. 359-381.

Freese Behrend, **Corporate Venture Capital Einheiten als Wissensbroker**, Wiesbaden: Deutscher Universitaets Verlag, 2006.

Gedikli Fethi, **Osmanlı Şirket Kültürü – XVI.-XVII. Yüzyıllarda Mudârebe Uygulaması**, İstanbul: İz Yayıncılık, 1998.

Gençay Çapanoğlu Sema, **Avrupa Birliği'nde Risk Sermayesi Uygulamaları ve Türkiye**, İstanbul: İktisadi Kalkınma Vakfı, 2005.

Gericke Dieter, **Private Equity V**, Europa Institute An Der Universitaet Zurich: Schulthess, 2016.

Gilligan John ve Wright Mike, **Private Equity Demistified**, İngiltere ve Galler Yeminli Muhasebeciler Enstitüsü Resmi İnternet Sitesi, 2014.

Gompers Paul ve Lerner Josh, “An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership”, **Journal of Financial Economics**, S. 51, 1999, s. 3-44.

Gomtsian Suren, **The Enforcement of Shareholder Agreements-Comparative Analysis of English and Russian Law**, Tilburg Üniversitesi Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2012.

Gordon Jeffry N., “The Mandatory Structure of Corporate Law”, **Columbia Law Review**, C. 89, S. 7, 1989, s. 1549-1598.

Gökdemir Tamer Tülay, **İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2015.

Gross-Bölting Christian, **Gesellschaftervereinbarungen in der Aktiengesellschaft**, Baden-Baden: Nomos, 2011.

Gülseven Hilal, **Türk Özel Hukukunda Cezai Şartın İndirilmesi**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2016.

Gürbüz Usluel Aslı E., **Anonim Şirketlerde Pay Sahibinin Kâr Payı Alma Hakkı**, Ankara, Batider, 2016.

Gürpınar Bünyamin, “Hukuk ve Ekonominin Ortak Temelleri, ‘Hukuk ve Ekonomi’ Akımı”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 20, 2008, s. 161-180.

Gürpınar Bünyamin, **Hukukun Temel Kavramları**, Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Yayınları, 2010.

Haislip Alexander, **Essentials of Venture Capital**, ABD: Wiley, New Jersey, 2011.

Harris Ron, “The Institutional Dynamics of Early Modern Eurasian Trade: The Commenda and the Corporation”, **Journal of Economic Behavior and Organization**, C. 71, S. 3, 2009, s. 606-622.

Hintz-Bühler Monika, **Aktionärbindungsverträge**, Bern: Staempfli, 2001.

Hsu David H. ve Keeney Martin, “Organizing Venture Capital: The Rise and Demise of American Research&Development Corporation 1946-1973”, **Industrial and Corporate Change**, C. 14, S. 4, 2005, s. 579-616.

Hudson Matthew, **Funds-Private Equity, Hedge and All Core Structures**, Birleşik Krallık: Wiley, 2014

Işintan Pelin, **Sözleşme Müzakereleri**, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, 2009.

İçtem Serkan, **A Practical Approach to Legal Protection of Equity Investment Under Turkish Law**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015.

İmregün Oğuz, **Anonim Şirketlerde Paysahipleri Arasında Umumi Heyet Kararlarından Doğan Menfaat İhtilafları ve Bunları Telif Çareleri**, İstanbul, 1962.

İmregün Oğuz, **Anonim Ortaklıklar**, İstanbul: Yasa Yayınları, 1989.

İmregün Oğuz, **Ticaret Hukukunun Genel İlkeleri**, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2004.

İnce Salih Tayfun, **Remarks on the New Regulation for Crowdfunding in Turkey**, UHAM-FSM Bilgi Notu, 2017.

İpekel Kayalı Fena, **Türk Ticaret Kanunu’na Göre Birleşmeler**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014.

İşeri Müge, **Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001.

İştar Emel, “Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi”, **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi**, C. 12 , 2013, s.183-198.

Jung Peter, Kurz Peter V. ve Baertschi Harald, **Gesellschaftsrecht**, İsviçre: Schulthess, 2016.

Jung-Senssfelder Karoline, **Equity Financing and Covenants in Venture Capital- An Augmented Contracting Approach to Optimal German Contract Design**, Almanya: Deutscher Universitaets-Verlag, 2006.

Karasu Rauf, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, Ankara: Yetkin Yayınları, 2015.

Katz David A., “Due Diligence in Acquisition Transactions”, PLI Course Handbook, 2003.

Kaya Arslan, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2001.

Kendigelen Abuzer, **Anonim Ortaklıkta Yönetime Katılma Haklarına İmtiyaz**, İstanbul: Beta, 1999.

Kershaw David, **Company Law in Context**, Birleşik Krallık: Oxford Üniversitesi Yayınları, 2012.

Kırca İsmail, Şehirali Çelik Feyzan Hayal ve Manavgat Çağlar, **Anonim Şirketler Hukuku Cilt I**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırmaları Enstitüsü Yayınları, 2013.

Kildokum Hakan, “The Adventure of “Private Equity” in Turkey-An Opportunity Search for a Model”, **III. Trakya Bölgesi Kalkınma ve Girişimcilik Sempozyumu**, 2011.

Kinzl Ulrich-Peter, “Deutschland”, **Gesellschaftsrechtliche Nebenvereinbarungen in Europa**, Laimer Simon M. (ed.), Münih: Sellier Europ. Law Publ., 2013, s. 71-97.

Kocayusufpaşaoğlu Necip, Hatemi Hüseyin, Serozan Rona ve Arpacı Abdülkadir, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, C. I, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2014.

Kocayusufpaşaoğlu Necip, Hatemi Hüseyin, Serozan Rona ve Arpacı Abdülkadir, **Borçlar Hukuku Genel Bölüm**, C. III, İstanbul: Filiz Kitabevi, 2014.

Korkmaz Turhan ve Ceylan Ali, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi**, Bursa: Ekin Kitabevi, 2006.

Kortum Samuel ve Lerner Josh, “Assesing the Contribution of Venture Capital to Innovation”, **The RAND Journal of Economics**, C. 31, S. 4, 2000, s. 674-692.

Köhler Claudio, **Nebenabreden im GmbH- und Aktienrecht**, Frankfurt am Main, Lang, 1992.

Kressel Henry ve Lento Thomas V., **Investing in Dynamic Markets-Venture Capital in the Digital Age**, Büyük Britanya: Cambridge University Press, 2010.

Kuşu Tayfun Deniz, “Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, C. 11 S. 2, 2004, s. 141-153.

Kuntalp Erden, **Karışık Muhtevalı Akit (Karma Sözleşmeler)**, 2. Bası, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2013.

Kuran Timur, **Yollar Ayrılırken**, İstanbul: Yapı Kredi Yayınları, 2018.

Lang Theodor, **Die Durchsetzung des Aktionärbindungsvertrags**, İsviçre: Schultess Juristische Medien AG, 2003.

Lengauer Daniel, “Schweiz”, **Gesellschaftsrechtliche Nebenvereinbarungen in Europa**, (ed.) Laimer Simon M., Münih: Sellier Europ. Law Publ., 2013, s. 357-391.

Lieder Jan, “Schuldrechtliche Nebenabreden im deutschen Gesellschaftsrecht”, (ed.) Holger Fleischer, **Aktuelle Entwicklungen im deutschen, österreichischen und**

schweizerischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht 2012, Tübingen: Mohr Siebeck, 2013

Mattei Ugo, “The Comparative Law and Economics of Penalty Clauses in Contracts”, **The American Journal of Comparative Law**, C.43, S.3, 1995, s. 427-444.

McCahery Joseph A. ve Vermeulen, Erik P. M., **Conservatism and Innovation in Venture Capital Contracting**, ECGI Working Paper 213, 2013, s. 4.

McCahery Joseph A. ve Vermeulen Erik P. M., **Venture Capital 2.0: From Venturing to Partnering**, Tilburg Law School Legal Studies Research Paper Series, No. 11, 2016.

Metrick Andrew ve Yasuda Ayako, **Venture Capital & The Finance of Innovation**, ABD: Wiley, 2011.

Miliauskas Paulius, “Shareholders’ Agreement As A Tool To Mitigate Corporate Conflict of Interests”, **International Journal of Private Law**, C. 6, S. 2, 2013, s. 109-131.

Miliauskas Paulius, **Company Law Aspects of Shareholders’ Agreements in Listed Companies**, Ghent ve Vilnius Üniversiteleri Yayınlanmamış Doktora Tezi, 2014.

Moroğlu Erdoğan, **Anonim Ortaklık Anasözleşmesi ve Hukukî Niteliği**, Prof. Dr. Kemal Oğuzman’ın Anısına Armağan, İstanbul, 2000

Moroğlu Erdoğan, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı ile Yürürlük ve Uygulama Kanunu Tasarısı Taslağı, Değerlendirme ve Öneriler**, Ankara: Türkiye Barolar Birliği Yayınları, 2006. (Değerlendirme ve Öneriler)

Moroğlu Erdoğan, **Anonim Ortaklıkta Genel Kurul Kararlarının Hükümsüzlüğü**, İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2014.

Moroğlu Erdoğan, **Oy Sözleşmeleri**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015. (Oy Sözleşmeleri)

Nomer Ertan Füsün, **Anonim Ortaklıkta Paysahibinin Sadakat Yükümlülüğü**, Beta: İstanbul, 1999. (Sadakat Yükümlülüğü)

Nomer Ertan Füsün, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Kolektif Yatırım Kuruluşları ve Özellikle Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı”, **İÜHFİM**, C. LXXI, S. 2, 2013, s. 131-144.

Nomer Füsün, **Yatırım Ortaklıkları**, İstanbul: Beta, 2003.

OECD, **Türkiye’deki Dinamik Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Geliştirilmesine ve Finansmanına Yönelik Çerçeve**, 2005.

Oğuzman Kemal ve Öz Turgut, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler I**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2018.

Okutan Nilsson Gül, **Anonim Ortaklık Paysahipleri Sözleşmeleri**, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, 2004.

Okutan Nilsson Gül, **Birleşme Amaçlı Ortaklık**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2016. (Birleşme Amaçlı Ortaklık)

Oktay Özdemir Saibe, “Uzun Süreli Sözleşmelerin Geçerliliği ve Sona Erme Düzeni”, **İÜHFM**, C: LV, S. 3, 1997, s. 209-234.

Özen Burak, **6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu Çerçevesinde Kefalet Sözleşmesi**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016.

Öztürk Akkartal Hanife ve Kandıralıoğlu Çağla, “Şirketler Hukukunda Yan Sözleşmeler”, **İstanbul Kültür Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Sayı 2, Temmuz-Ağustos 2016, s. 377-419. (www.jurix.com, s. 1-40)

Plagge Arnd, **Public Policy for Venture Capital-A Comparison of the United States and Germany**, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2006.

Pfiffrman Oliver, Wupperfeld Udo ve Lerner Joshua, **Venture Capital and New Technology Based Firms-An US-German Comparison**, Heidelberg: Physica-Verlag, 1997.

Popov Alexander A. ve Roosenboom Peter, “Venture Capital and Patented Innovation, Evidence from Europe”, **Economic Policy**, S. 27, 2012, s. 447-482.

Poroy Reha, Tekinalp Ünal ve Çamoğlu Ersin, **Ortaklıklar ve Kooperatif Hukuku**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.

Poroy Reha, Tekinalp Ünal ve Çamoğlu Ersin, **Ortaklıklar Hukuku Cilt I**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2014.

Poroy Reha, Tekinalp Ünal ve Çamoğlu Ersin, **Ortaklıklar Hukuku Cilt II**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2017.

Posner Richard A., **Economic Analysis of Law**, New York: Wolters Kluwer, 2014.

Poyraz Erkan ve Tepeli Yusuf, “Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi: Türkiye Uygulamaları”, **Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, C. 31, S. 1, 2016, s. 35-56.

Pulaşlı Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi I**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014.

Pulaşlı Hasan, **Şirketler Hukuku Şerhi II**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2014.

Pulaşlı Hasan, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2017.

Pulec Karina L., "Legal Restraints on the Use of Shareholders' Agreements for Structuring Foreign Investment Deals in Russia", **Cornell International Law Journal**, C. 45, 2012, s. 487-516.

Redfern LeRoy H., "Corporations: Shareholders' Voting Agreements: Drafting Precautions", **Michigan Law Review**, C.46, S. 1, 1947, s. 70-77.

Renneboog Luc ve Szilagyi Peter, "Shareholder Engagement at European General Meeting", (ed.) Massimo Belcredi ve Guido Ferrarini", **Boards and Shareholders in European Listed Companies**, Büyük Britanya: Cambridge University Press, 2013.

Roos C. M., **Comparative Notes on Shareholders' Voting Agreements**, Scandinavian Studies in Law, No. 15, 1971, s. 165-189.

Roth Markus, **Shareholders' Agreements in Listed Companies: Germany**, SSRN. (<https://ssrn.com/abstract=2234348>)

Schertler Andrea, **The Venture Capital Industry in Europe**, Birleşik Krallık: Palgrave Macmillan, 2006.

Schmidt Klaus M., "Convertible Securities and Venture Capital Finance", **The Journal of Finance**, C. 58, S. 3, 2003, s. 1139-1166.

Scholtens Bert, "Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBES" **Small Business Economics**, C. 12, S. 2, 1999, s. 137-148.

Schulte Norbert ve Pohl Dirk, **Joint-Venture-Gesellschaften**, Köln: RWS Verlag, 2015.

Schulz Martin ve Wasmeier Oliver, **The Law of Business Organizations-A Concise Overview of German Corporate Law**, Almanya: Springer Verlag, 2012.

Schween Karsten, **Corporate Venture Capital-Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen**, Wiesbaden: Gabler Verlag, 1996.

Schwienbacher Armin, Venture Capital Exits, Cumming Douglas and Johan Sofia (ed.), **Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective**, Elsevier: Amerika Birleşik Devletleri, 2014.

Sermaye Piyasası Kurulu, **Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları**, Ankara, 2016.

Sevi Ali Murat, **Anonim Ortaklıklarda Payın Devri**, Ankara: Seçkin, 2012.

Siems Mathias M., **Convergence in Shareholder Law**, ABD: Cambridge University Press, 2008.

Singh Raghvendra Kishore, **Shareholders' Agreements - Law of Business Contracts in India**, (ed.) Sairam Bhat, Hindistan: Sage, 2009, s. 141-152.

Soydemir Selim, “Risk Sermayesi”, **Ekonomik Yaklaşım**, C. 4, S. 11, 1994, s. 77-94.

Stedman Graham ve Jones Janet, **Shareholders’ Agreements**, Birleşik Krallık: Sweet & Maxwell, 1998.

Sunar Lütü, Conkar Mustafa Halil ve Kızılkaya Necmettin, **Türkiye’de İş Ortaklıkları Durum/Çözüm/Öneriler**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2011

Surchin Mark A., **Selected Topics in Preparing a Shareholder Agreement**, Toronto: Goodmans LLP, 2006.

Şanlı Kerem Cem, **Hukuk ve Ekonomi Perspektifinden Sözleşme Hukuku ve Sözleşme Yaptırımlarının Ekonomik Analizi**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2015.

Şehirali Çelik Feyzan Hayal, **Anonim Şirketlerde Çıkar Çatışmaları Ekseninden Şirket Ele Geçirmelerine Karşı Önlemler**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü Yayınları, 2008.

Tandoğan Haluk, **Boçlar Hukuku-Özel Borç İlişkileri Cilt II**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2010.

Tekil Fahiman, **Anonim Şirketler Hukuku**, İstanbul: Alkım Yayınevi, 1998.

Tekinalp Ünal, **Anonim Ortaklık Payının Alım, Önalım, Geriyealım ve Benzer Haklara Konu Olması Sorunu**, İstanbul: Medeni Kanun 50. Yıl Sempozyumu, 1978, s. 345-357. (Önalım)

Tekinalp Ünal, “Türk Ticaret Kanunu Tasarısının Kurumsal Yönetim Felsefesine Yaklaşımı”, **Uğur Alacakaptan’a Armağan**, C. 2, İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları, İstanbul, 2008.

Tekinalp Ünal, **Anonim Ortaklıkta Yeni Bağlam Sisteminin Esasları**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2012. (Yeni Bağlam)

Tekinalp Ünal, **Sermaye Ortaklıklarının Yeni Hukuku**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2015. (Yeni Hukuk)

Tekinay Selâhattin Sulhi, Akman Sermet, Burcuoğlu Halûk ve Altop Atillâ, **Borçlar Hukuku Genel Hükümler**: İstanbul: Filiz Kitabevi, 1993.

Teoman Ömer, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Oy Hakkından Yoksunluğu**, Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 1983.

Tepe Berna, “Increasing Shareholder Commitments at Joint-Stock Corporations under Turkish Commercial Law”, **Law & Justice Review**, S.10, 2015, s. 33-53.

Thomas Katherine Reece ve Ryan Chris, **The Law and Practice of Shareholders’ Agreements**, Birleşik Krallık: Butterworths Law LexisNexis, 2009.

Tuncel Kürşat, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2000.

Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, **Girişim Sermayesi: Türkiye için Çıkarımlar ve Öneriler**, Ankara, 2012.

Uçar Sercan, **Anonim Şirket Paylarının Devrinde Önalım ve Öncelik Hakları**, İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2018.

Udovitch Abraham, “At The Origins of the Western Commenda: Islam, Israel, Byzantium?”, **Speculum**, C. 37, S. 2, 1962, s.198-207.

Uludağ İlhan, **Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli**, İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 1996.

Uysal Esra, **Anonim Ortaklıklarda İmtiyazlı Paylar**, İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2018.

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

Uzunallı Sevilay, **Anonim Şirkette İşletme Konusu**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2013.

Üçışık Güzin ve Çelik Aydın, **Anonim Ortaklıklar Hukuku**, Ankara: Adalet Yayınevi, 2013.

Ventoruzzo Marco, **Why Shareholders’ Agreements are not Used in U.S. Listed Corporations: A Conundrum in Search of an Explanation**, Penn State Law Legal Studies Research Paper No. 42, 2013.

Vermeulen, Erik P. M., “Towards a New 'Company' Structure for High-Tech Start-Ups in Europe”, **SSRN**, 2000. (<https://ssrn.com/abstract=255619>) (New Company Structure)

Wenger Christian ve Honold Pascal, **Legal Due Dilligence in Venture Capital-Transaktioanen (Private Equity V – Fundraising, Investition, Realisation, Reinvestition – Aktuelle Entwicklungen und Herausforderungen im Ökosystem Private Equity**, (ed.) Dieter Gericke, İsviçre: Schulthess, 2016.

Xu Xiaoqing Eleanor, “A Comparative Study of Venture Capital Performance in the US and Europe”, **Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures**, C. 9, S. 3, 2004, s. 61-76.

Yanlı Veliye, **Sermaye Piyasası Hukukunda Hisse Senedine Dönüştürülebilir Tahviller**, Belgin Erdoğan’a Armağan, Der Yayınları, 2011, s.835-875.

Yaşar Serpil, **Firma Finansmanında Hisse Senedi Piyasalarının Rolü: Türkiye Örneği**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2006.

Yatmaz Fulya Evren, **Girişim Sermayesi: Türkiye İçin Bölgesel Model Önerisi**, Ankara: T.C. Kalkınma Bakanlığı Yayınları, 2012.

Yıldırım Burçin, **Anonim Ortaklıklarda Şirket İçi Uyuşmazlıkların Milletlerarası Tahkim Yoluyla Çözümlemesi**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2012.

Yılmaz Asuman, “Alman Anonim Ortaklıklar Hukuku’nda Hissedarın Oy Hakkı : Oy Hakkının Teorik Esasları”, **İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, S. 5, 2004, s. 55-84. (Oy Hakkı)

Yılmaz Gülşah, **Paysahipleri Sözleşmesinden Doğan Birlikte Satma Hakkı ve Birlikte Satışa Zorlama Hakkı**, İstanbul: On İki Levha Yayınları, 2018.

Yiğit Mehmet ve Güner Ümit, **Dış Ticaret ve Risk Sermayesi**, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, S. 20, 2008.

Yurtman Demir Nevin, **Anonim Ortaklıklar ve Vergi Hukuku Yönünden İç Kaynaklardan Sermaye Artırımı**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Tezi, 1993.

Yusufoğlu Fülürya, **Anonim Şirketlerde Gayri Maddi Hakların Sermaye Olarak Konulması**, İstanbul: Vedat Kitapçılık, 2016.

Yüksel Sinan, **Pay Sahipleri Sözleşmeleri**, İstanbul: Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2003.

Zaimoğlu Tülay, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, SPK Yayınları, No: 19, Ankara:1995.

ÖZGEÇMİŞ

Salih Tayfun İNCE, 1991 yılında Denizli’de doğdu. İlköğrenimini Bodrum Zeyyat Mandalı İlköğretim Okulu’nda, lise öğrenimini İzmir Atatürk Lisesi’nde, lisans öğrenimini ise 2009 ÖSS’de EA puan türünde Türkiye 121.liği derecesi ile burslu olarak kaydolduğu Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi’nde tamamladı. Aynı zamanda Bahçeşehir Üniversitesi Sosyoloji Bölümü’nden de çift anadal programı ile lisans diploması aldı. Lisans eğitiminin bir buçuk yılını Washington D.C. ve San Diego’da, bir yılını da Münih’te değişim öğrencisi olarak geçirdi. İstanbul Barosu’na bağlı olarak avukatlık stajını tamamladı. 01.09.2016 tarihinden itibaren İstanbul FSM Vakıf Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Anabilim Dalı’nda araştırma görevlisi olarak çalışmaktadır.

İNCE’nin, 28-31 Ağustos 2017 tarihleri arasında Viyana’da düzenlenen Hukuk ve Siyaset Bilimi Konferansı’nda sunduğu ve konferans kitabında basılan “*A Legal Effect of European Union's Business Law Policy: Single Member Companies in Turkish Law*” (Avrupa Birliği Ticaret Hukuku Politikasının Hukuki Bir Etkisi: Türk Hukukunda Tek Kişilik Şirketler) adlı bildirisine konferans bilimsel komitesi tarafından En İyi Bildiri ödülü verilmiştir. İsviçre Federal Mahkemesi’nin Ayıptan Doğan Sorumluluğa İlişkin 28 Kasım 2006 Tarihli Kararının (BGE 133 III 257) Çevirisi, Bahçeşehir Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi’nin Ocak-Şubat 2018 sayısında ortak yayın şeklinde hakemli olarak yayınlanmıştır.

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : T.C. Galatasaray Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Hazırlayanın Adı Soyadı : Salih Tayfun İnce
Tez Başlığı : Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Ve Paysahipleri Sözleşmesi
Savunma Tarihi : 25 / 12 / 2018
Danışmanı : Doç. Dr. Sıtkı Anlam Altay

JÜRİ ÜYELERİ

Unvanı, Adı Soyadı

Doç. Dr. Sıtkı Anlam Altay

İmza



Prof. Dr. Ersin Çamoğlu



Dr. Öğr. Üyesi H. Ali Dural



Enstitü Müdürü

Prof. Dr. M. Yaman ÖZTEK

