

Av. Dr. Yavuz Selim GÜNAY

**HUKUKİ YÖNLERİYLE
GİRİŞİMCİLİĞİN FİNANSMANI
VE GİRİŞİM SERMAYESİ
(Venture Capital)**

onikilevha
TİCARET SİCİSİ NO: 271100/00000000000000000000

İÇİNDEKİLER

TEŞEKKÜR.....	VII
TABLolar LİSTESİ	XIX
ŞEKİLLER LİSTESİ	XXI
KISALTMALAR.....	XXIII
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM GİRİŞİMCİLİĞİN FİNANSMANINDA TEMEL KAVRAMLAR VE TÜRLER

I. Girişimcilik Kavramı ve Ekonomik Hayat İçin Önemi	5
A. İnovasyon Kavramı	5
B. Girişimcilik ve Girişimci.....	7
C. Dünya’da ve Türkiye’de Girişimciliğin Gelişimi	10
II. Girişim Şirketi.....	12
A. Girişim Şirketinin Tanımı.....	12
B. Girişim Şirketinin Hukuki Niteliği	16
C. Girişim Şirketinin Gelişme Potansiyeli.....	20
D. Girişim Şirketinin Gelişme Evreleri	22
1. Genel Olarak	22
2. Tohum/geliştirme aşaması.....	23
3. Başlangıç (startup) aşaması.....	24
4. Olgunluk (maturity) aşaması.....	26
5. Büyüme/vizyon değiştirme aşaması	26
6. Çıkış/tasfiye aşaması	27

E. Girişim Şirketlerinin Ölçeği.....	28
F. Girişim Şirketinin Faaliyet Konusu	30
III. Girişimciliğin Finansmanı	34
A. Girişimciliğin Finansmanının Temel Özellikleri	34
B. Girişimciliğin Finansmanının Hukuki Özellikleri.....	36
C. Girişimciliğin Finansmanı ve Kurumsal Finansman (Corporate Finance).....	39
D. Girişim Şirketinin Finansman Aşamaları	41
IV. Girişimciliğin Finansmanı Türleri	42
A. Öz Finansman (Bootsrapping)	45
1. Kişisel kaynaklar	45
2. Aile ve arkadaşlar.....	49
B. Banka Kredisi	50
C. Kitle Fonlaması (Crowdfunding).....	52
1. Kavramsal çerçeve.....	52
2. Kitle fonlamasının kısa tarihçesi.....	55
3. Türk hukukunda kitle fonlaması	56
4. Kitle fonlamasının türleri.....	58
a. Bağışa dayalı model.....	58
b. Ödül ve önceden alıma dayalı model	59
c. Borçlanmaya dayalı model.....	60
d. Paya dayalı model.....	61
5. Kitle fonlamasında taraflar	62
a. Girişimci ve girişim şirketi.....	62
b. Yatırımcı	64
c. Kitle Fonlaması Platformu.....	66
6. Kitle fonlaması sisteminin işleyişi.....	72
7. Kitle fonlaması sistemi hakkında değerlendirme.....	73
D. Kamu/Üniversite Teşvikleri ve Kuluçka Merkezleri	79
1. Teknoloji geliştirme bölgeleri	79
2. Kuluçka merkezleri	83

a. Genel olarak	83
b. Kuluçka merkezlerinin işlevleri ve sağladığı menfaatler....	84
c. Kuluçka merkezlerine ilişkin yurt dışı uygulamaları.....	87
d. Türkiye’de kuluçka merkezleri.....	88
3. Hızlandırıcılar/hızlandırma programı	90
4. Kamu teşvikleri.....	91
a. Genel olarak	91
b. Kamu teşviklerine ilişkin yurt dışı uygulamaları.....	92
c. Kamu teşviklerine ilişkin türkiye uygulamaları.....	94
E. Gölge pay sahipliği (Quantum Share)	100
F. Mudaraba (Mudarabah)	106

İKİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİM SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

I. Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Unsurları.....	111
A. Girişim Sermayesi Kavramı.....	111
B. Girişim Sermayesi Tarihçesi.....	114
C. Girişim Sermayesi Pazarı	118
1. Küresel girişim sermayesi pazarları.....	118
2. Türkiye girişim sermayesi pazarı.....	121
D. Girişim Sermayesi Ekosistemi	123
1. Girişimci.....	124
2. Girişim sermayesi şirketi/yatırımcısı	125
3. Girişim sermayesinde fon kaynakları	127
E. Girişim Sermayesi Finansman Yönteminin Avantajları.....	130
1. Genel Olarak	130
2. Girişim sermayesinin yönetim ve danışmanlık desteği sağlaması	131
3. Girişim sermayesinin ihracat etkinliği üzerindeki etkisi	133

4. Girişim sermayesinin sertifikasyon etkisi.....	133
5. Girişim sermayesinin girişim şirketleri bakımından diğer avantajları.....	134
F. Girişim Sermayesi Türleri: Risk Sermayesi ve Özel Sermaye	136
G. Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı	138
II. Girişim Sermayesi Finansman Aşamaları ve Hukuki Özellikleri.....	142
A. Genel Olarak.....	142
B. Çekirdek (Tohum) Finansmanı (Seed Capital).....	143
C. Başlangıç Finansmanı (Startup Capital)	146
D. Gelişme/Büyüme Finansmanı (Expansion/Development Finance)	149
E. Köprü Finansmanı (Bridge Financing) / Ara Finansman (Mezzanine Finance)	151
F. Yerine Koyma Sermayesi (Replacement Financing)	152
G. Kurtarma Finansmanı (Vulture Finance/Recovery Financing/Turnaround Financing).....	154
III. Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi ve Girişim Sermayesi Yatırımından Çıkış	156
A. Girişim Sermayesi Sisteminin İşleyişi	156
1. Fon toplanması	157
2. Yatırım	157
3. Yönetim, gözetim ve değer katma	163
B. Girişim Sermayesi Yatırımlarından Çıkış (Exit).....	163
1. Genel Olarak.....	163
2. Halka arz (Initial Public Offering -IPO)	165
3. Hisse satışı / blok satış (trade sale)	170
IV. Türk Hukuk Düzenlemelerinde Girişim Sermayesi.....	173
A. Genel Olarak.....	173
B. Girişim Sermayesi Yatırım Fonları.....	173
1. Tanım ve genel özellikler	173
2. GSYF'lerin yönetimi ve temsili.....	176

3. GSYF bilgilendirme dokümanları	178
4. GSYF'lerin hukuki özellikleri	180
a. Fon mal varlığının yönetilmesinde inançlı mülkiyet esasları	181
b. Portföyün vekâlet akdi hükümlerine göre yönetilmesi....	184
5. GSYF'lerin faaliyetleri.....	187
a. Fonun kuruluşu ve pay ihracı.....	187
b. Fon katılma payı	188
c. Fon yatırımları	190
d. Girişim sermayesi yatırımlarında imzalanacak sözleşmeler	191
e. Fon giderleri ve kâr payı.....	193
6. GSYF'lere ilişkin vergi avantajları.....	194
C. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar	196
1. GSYO'ların tarihi gelişimi	196
2. GSYO'ların tanım ve genel özellikleri.....	198
3. GSYO'ların kuruluşu.....	200
4. GSYO'ların kayıtlı sermaye sistemine sahip olması	202
5. GSYO'ların paylarının özellikleri.....	204
6. GSYO paylarının ihracı, satışı ve devri	205
a. GSYO paylarının halka arz yoluyla satışı.....	205
b. GSYO paylarının nitelikli yatırımcıya satışı.....	206
c. GSYO paylarının devri.....	208
7. GSYO'ların faaliyetleri.....	209
8. GSYO Tebliği'nin finansal yardım yasağı kapsamında değerlendirilmesi.....	212
9. GSYO'lara ilişkin vergi avantajları	213
D. BİST Girişim Sermayesi Pazarı	214
1. BİST girişim sermayesi pazarının tanımı ve genel özellikleri	215
2. BİST girişim sermayesi pazarında işlem görmeye ilişkin koşullar ve pazarın işleyişi.....	216

3. Yurtdışı ve yurtdışında bulunan benzer pazarlar ve düzenlemeler.....	218
a. Genel olarak	218
b. Avrupa Birliği MiFID II düzenlemeleri	220
c. Londra Borsası (LSE) AIM (Alternative Investment Market).....	222
d. Nasdaq First North Growth Market.....	225
e. TSX Venture Exchange	226
f. BİAŞ Gelişen İşletmeler Pazarı (ilga edilmiştir).....	228
4. Girişim sermayesi pazarına ilişkin değerlendirmelerimiz	230

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

MENFAAT ÇATIŞMASI AÇISINDAN

GİRİŞİM ŞİRKETLERİNDE YATIRIMCI VE

GİRİŞİMCİ İLİŞKİSİ

I. Menfaat Çatışması/ Vekâlet Sorunu (Agency Conflict).....	235
A. Kavramsal Olarak Menfaat Çatışması.....	235
B. Menfaat Çatışması Türleri.....	239
1. Yöneticiler ile pay sahipleri arasındaki (dikey) menfaat çatışması.....	240
2. Azlık pay sahipleri ile hâkim pay sahipleri arasındaki (yatay) menfaat çatışması.....	245
C. Menfaat Çatışması ve Şirketler Bakımından Yarattığı Maliyet.....	250
D. Menfaat Çatışması Teorisinin Türk Hukukunda Uygulanabilirliği.....	253
1. Genel çerçeve ve pay sahipliği yapısının etkisi	253
2. Menfaat çatışması çerçevesinde, Türk hukukunda çoğunluk pay sahiplerinin güvene dayalı sorumluluğu.....	257
3. Değerlendirmelerimiz	264
II. Girişimci ile Yatırımcı Arasındaki Menfaat Çatışmaları.....	265

A. Arka Plan ve Genel Değerlendirme.....	265
B. Girişimci ile Yatırımcı Arasındaki Bilgi Asimetrisi ve Menfaat Dengesi.....	267
C. Girişim Sermayesi Finansman Sisteminde Menfaat Çatışması....	271
1. Girişim sermayesi yatırımlarında asıl vekil ilişkisi.....	271
2. Girişim sermayesi yatırımlarında yatırım öncesi dönemin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesi	273
3. Girişim sermayesi yatırımlarında yatırım sonrası dönemin vekâlet teorisi çerçevesinde incelenmesi.....	277
a. Genel olarak	277
b. Girişim sermayesi yatırımlarında hem yatay hem dikey menfaat çatışmasının bulunması	278
c. Girişim şirketlerinde zayıflamış “affectio societatis” unsuru.....	280
4. Girişim sermayesi yatırımlarında menfaat çatışmasının yönetilmesinin önemi.....	284
III. Menfaat Çatışmalarının Yönetilmesi ve Etkisinin En Aza İndirilmesi Amacıyla Uygulanabilecek Hukuki Mekanizmalar	286
A. Genel Çerçeve.....	286
B. Girişim Sermayesi Yatırımlarında Sözleşmesel Yönetim.....	287
1. Sözleşmesel yönetimin genel çerçevesi.....	287
2. Pay devir sözleşmesi ve/veya iştirak sözleşmesi.....	288
a. Pay devir sözleşmesi.....	289
aa. Niteliği.....	290
bb. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin yönetilmesindeki işlevi.....	294
i. Genel olarak.....	294
ii. Girişim Şirketinin Finansal Tabloları	297
iii. Girişim Şirketinin Sahip Olduğu Fikri ve Sınai Mülkiyet Hakları.....	298
iv. Girişim Şirketinin Siber Güvenlik ve Kişisel Verilerin Korunması Mevzuatına Uyumu	300
b. İştirak sözleşmesi.....	302

aa. Genel olarak.....	302
bb. Niteliği, tarafları ve şekli.....	303
cc. TTK sistemindeki yeri	305
dd. Girişimci ile yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisinin yönetilmesindeki işlevi.....	308
3. Pay sahipleri sözleşmesi	309
a. Genel olarak	309
b. Pay sahipleri sözleşmesinin amacı ve işlevi	312
c. Niteliği ve özellikleri	314
d. Girişim şirketlerinde ortaya çıkan menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından işlevi	318
e. Girişim şirketlerine özgü pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan hükümlerin esas sözleşmeye aktarılması sorunu.....	319
f. Girişim şirketlerine özgü pay sahipleri sözleşmelerinde yer alan özel hükümler	324
aa. Genel olarak.....	324
bb. Paraya çevirmede öncelik hakkı veya tasfiye payı imtiyazı (Liquidation Preference)	326
i. Genel çerçeve ve yurtdışı uygulaması	326
ii. Paraya Çevirmede Öncelik Hakkının Türk Hukukunda Uygulanabilirliği	329
cc. Sulandırmayı ve değer kaybını önleme hakları (anti-dilution and down round protection).....	334
i. Girişim şirketlerinde yatırım öncesi ve yatırım sonrası değerlendirme (Pre-Money and Post- Money Valuation)	335
ii. Girişim Şirketlerinde Sulandırmayı ve Değer Kaybını Önleme Haklarının Temel Çerçevesi.....	336
iii. Girişim sermayesi sisteminde kullanılan sulandırmaya karşı koruma yöntemlerinin Türk hukuku bakımından uygulanabilirliği.....	341
(1) Genel olarak.....	341

(2) Türk hukukunda sulandırmaya karşı alınabilecek yapısal önlemler	341
(3) Sulandırmayı ve değer kaybını önlemeye ilişkin hakların Türk hukuku bakımından değerlendirilmesi.....	346
4. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetleri	348
a. Genel olarak	348
b. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin işleyişi.....	349
c. Türk hukukunda paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin girişim yatırımları bakımından uygulanabilirliği	353
d. Paya dönüştürülebilir borçlanma senetlerinin girişimci ile yatırımcı arasındaki menfaat çatışmasının yönetilmesindeki işlevi.....	360
C. Girişim Şirketlerinde Kurumsal Yönetim.....	363
1. Kurumsal yönetim	363
2. Sözleşmesel kurumsal yönetim	365
3. Türk hukukunda kurumsal yönetime ilişkin kanuni düzenin menfaat çatışmalarının yönetilmesi bakımından yeterliliği.....	369
a. Türk hukukunda genel kurul düzenlemelerinin menfaat çatışmaları bakımından incelenmesi.....	370
b. TTK'da yer alan yönetim kurulu düzenlemelerinin menfaat çatışmaları bakımından incelenmesi	372
aa. Yönetim kurulunun özellikleri.....	373
bb. Yönetim kurulunun yapısı ve organizasyonu.....	376
cc. Yönetim kurulunun işleyişi ve faaliyetleri	378
4. Girişim şirketlerinde yatırım sonrası kurumsal yönetim düzenlemeleri.....	379
a. Genel olarak	379
b. Girişim şirketlerinde genel kurul düzenlemeleri	380
c. Girişim şirketlerinde yönetim kurulu düzenlemeleri.....	385
aa. Genel olarak.....	385

bb. Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun oluşumu ..	386
cc. Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun organizasyonu	388
dd. Girişim şirketlerinde yönetim kurulunun işleyişi	394
5. Türkiye’de kurulmuş olan girişim şirketlerinde yatırımcının yönetim kurulunda yer almasına ilişkin araştırma sonuçları	395
SONUÇ	405
KAYNAKLAR	417