

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