

Girişim Şirketlerinin Sermaye İhtiyaçlarını Karşılama İçin Kullandıkları Fon Mekanizmaları

Funding Mechanisms for Startup Companies to Meet Their Capital Needs

Av. Seren Deniz YANIK^(*)

Öz:

Doğası gereği nakdi sermaye ihtiyacında olan girişim şirketleri için iç kaynaklardan finansman sağlamak ve geleneksel yollar ile banka kredilerine başvurmak, söz konusu şirketler henüz sağlam temellere oturmadığı, yeterli kaynağı elde edemediği için bir fon sağlama seçeneği olarak değerlendirilememektedir. Hal böyle olunca, alternatif fon mekanizmalarına başvurulmaktadır. Bu fon mekanizmalarının uygulanışları, hukuki düzenlemeye tabi olup olmadıkları, getirileri ve avantaj ve dezavantajları birbirinden farklı olup ilk karar ölçütünün yatırımcıya fon sağlama karşılığında hisse verilip verilmediği olması, girişim şirketleri için fayda sağlayacaktır.

Anahtar Kelimeler:

Yatırım, Girişim Şirketi, Girişim Hukuku, Startup, Fon Mekanizmaları.

Abstract:

For startup companies that are in need of cash capital by nature, providing financing from internal resources and applying for bank loans through traditional means cannot be considered as a funding option since these companies are not yet on solid foundations and cannot obtain sufficient funds. As such, alternative funding mechanisms are used. The implementation of these fund mechanisms, whether they are subject to legal regulation, their returns, advantages and disadvantages are different from each other, and it will be beneficial for startup companies if the first decision criterion is whether the investor is given shares in return for funding.

Keywords:

Investment, Startup Company, Startup Law, Startup, Fund Mechanisms.

^(*) İstanbul Barosu Avukatı.

E-posta: seren@denizyanik.com.tr.

Orcid Id: <https://orcid.org/0000-0002-9663-650X>.

Hakem denetiminden geçmiştir.

Makale Gönderim Tarihi: 24.11.2021.

Makale Kabul Tarihi: 07.02.2022.

GİRİŞ

Kâr amacı güden yahut gütmeyen, büyük veya küçük ölçekli tüm kuruluşlar, hedefledikleri faaliyetleri hayata geçirebilmek için sermayeye ihtiyaç duyar. Etimolojik olarak Farsça ‘baş’, ‘ana’ anlamına gelen *sar* sözcüğü ile ‘para’ anlamına gelen *māye* sözcüğünün birleşmesiyle oluşan ve ‘ana para’ anlamına gelen¹ sermaye kelimesinin bilinen en eski kullanımı 1330 yılında Aşık Paşa’nın Garibname isimli eserinde yer almaktadır.² Her ne kadar adı geçen eserde, sermaye, mecaz anlamda kullanılmış³ olsa da çok eski zamanlardan bu yana dünyanın her yerinde bir faaliyetin yerine getirilebilmesi için sermayeye ihtiyaç duyulmuştur. Üstelik iktisat bilimi perspektifinde, üretim faktörlerinden biri olan⁴ sermaye, yalnızca ‘para’ anlamına gelmeyip; insan kaynağı, üretim araçları, entelektüel birikim gibi hedeflenen faaliyetin hayata geçirilmesi için gereken artı değerleri de içinde barındırmaktadır.⁵ Hal böyle olunca da en başında vurgulandığı gibi sermayeye ihtiyaç duymayan bir kuruluştan bahsedilmesi mümkün olmamaktadır.

Sermayeye duyulan ihtiyaç tüm teşebbüsler⁶ için ortak olsa da ne neviden bir sermayeye ihtiyaç duyulduğu ve sermayenin miktarı teşebbüse göre değişiklik göster-

¹ Sevan Nişanyan, Nişanyan Sözlük, *Çağdaş Türkçe Etimoloji Sözlüğü*, 2021, <https://www.nisanyansozluk.com/?k=sermaye> (erişim tarihi 06.06.2021).

² Nişanyan, <https://www.nisanyansozluk.com/?k=sermaye>.

³ Aşık Paşa’nın 12. yüzyılda yazmış olduğu Garibname isimli mesnevinin 1090. beyitine tekabül eden üçüncü bölümünün birinci kıssasında şair şöyle demektedir: “*Uş yene bundan göçersin bile ile, Key sakın sermayeni virme yile*”. Bu dizelerin anlamı insanın dünyadan bir gün göçeceği ve biriktirdiği kazançları ‘yale vermemesi’, savurmaması gerektiğidir. Burada sermaye ile manevi birikim kastedilmektedir. Detaylı okuma için bkz. Ali Bayram Kaya, “*Garib-Name’de Ölümlük ve Ölümsüzlük*”, Osmanlı Araştırmaları, Cilt: XXVII, Yıl: 2006, http://turkoloji.cu.edu.tr/ESKI%20TURK%20%20EDEBIYATI/bayram_ali_kaya_garibname_olum_olumsuzluk.pdf (erişim tarihi 06.06.2021), s. 212.

⁴ Modern iktisat uyarınca üretim faktörleri; doğal kaynaklar, emek, sermaye ve girişim olmak üzere dört tanedir. Konuyla ilgili detaylı bilgi için bkz. W.H. Parker, “*Factors of Production: Labour, Capital and Management*”, The Superpowers, Palgrave Macmillan, Yıl: 1972, Londra, https://doi.org/10.1007/978-1-349-01336-4_8 (erişim tarihi 06.06.2021), s. 128.

⁵ Türk Dil Kurumu güncel sözlük uyarınca sermaye şu şekilde tanımlanmaktadır: “*Bir ticaret işinin kurulması, yürütülmesi için gereken anapara ve paraya çevrilebilir malların tamamı, anamal, başmal, kapital, meta, resülmal.*” Tanım için bkz. Türk Dil Kurumu, Türk Dil Kurumu Güncel Sözlük, “sermaye”, 2021, <https://sozluk.gov.tr> (erişim tarihi 06.06.2021). Ekonomide sermaye türlerinin fiziki sermaye, beşeri sermaye, sosyal sermaye, kültürel sermaye, bilgi sermayesi, entelektüel sermaye, örgütsel sermaye olduğu ifade edilmektedir. Detaylı bilgi için bkz. Habib Karaçay / Çiğdem Varol, “*Sosyo-Ekonomik Kalkınmada Fiziki, Beşeri ve Sosyal Sermaye Yatırımları: Vakıflar Genel Müdürlüğü Örneği*”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Sayı: 17(3), Yıl: 2015, <https://dergipark.org.tr/en/pub/gaziuiibfd/issue/28305/300780> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 103.

⁶ Buradaki teşebbüs ifadesi, 13/12/1994 T. ve 22140 S. RG.’de yayımlanarak yürürlüğe giren 4054 sayılı Rekabetin Korunması Hakkında Kanun’un 3. maddesinde yer alan tanıma göre kullanılmış olup buna göre bu ifade, “*piyasada mal veya hizmet üreten, pazarlayan, satan gerçek ve tüzelkişilerle, bağımsız karar verebilen ve ekonomik bakımdan bir bütün teşkil eden birimler*” anlamına gelmektedir. Bu haliyle bu ifade, şirket kavramını da içerisinde barındırmaktadır.

mektedir. Örneğin, Türk Ticaret Kanunu'nda⁷ (“TTK”) yer verilen sermaye şirketleri asgari düzeyde kuruluş için belirlenmiş olan sermayeye ihtiyaç duymaktadır.⁸ Bu belirtilenler yalnızca şirketin kurulması için gerekli olan sermaye tutarları olup, şirketin faaliyetlerini sürdürmesi ve nihai amacı olan kârlılığa ulaşabilmesi için gerekli olan sermaye miktarı çok daha fazladır. İhtiyaç duyulan sermaye türünün değişiklik gösterebileceğinin bir örnek ile açıklanması gerekirse, ana faaliyet konusu hizmet sunmak olan bir şirketin nakdi sermaye ihtiyacı içinde olması ve diğer yandan ana faaliyet konusu üretim olan bir başka şirketin ise nakdi sermayenin yanında beşerî sermaye ve bilgi sermayesine de ihtiyaç duyması söylenebilecektir. Bu çalışmanın konusunu oluşturan, esasında hukuken sermaye şirketi olarak da karşılaşılabilecek olan⁹ fakat dinamikleri itibariyle geleneksel anlamda şirketlerden farklılaşan girişim şirketleri ise doğaları gereği özellikle nakdi sermaye ihtiyacı içindedir. Bunun nedeninin anlaşılabilmesi adına girişim şirketinin tanımlanması yararlı olacaktır.

Girişim şirketi veya tek başına girişim¹⁰ kavramı, tanımı üzerinde görüş birliği olan bir ifade olmayıp çeşitli kişi ve kuruluşlarca farklı anlamlar ile buluşturulmaktadır. Global ölçekte kabul gördüğü söylenebilecek tanıma göre, girişim şirketleri, “belirli bir ürün veya hizmetin geliştirilmesi ve pazara sunulması ile bu ürün veya hizmetin tüketiciler için vazgeçilmez hale gelmesini sağlamak için kurulmuş genç şirketler”dir.¹¹ Bu tanıma göre, yerleşik ve geleneksel anlamda kullanılan şirket kavramından girişim şirketini ayıran husus, girişim şirketlerinin henüz oturmuş bir finansal ve yapısal bir organizasyona sahip olmamasıdır.¹² Bu yaklaşım ile, yenilikçilik hedefi ile yola çıkan ve an itibariyle girişim şirketinin daha esnek yapısından uzaklaşmış her şirketin, bir zamanlar girişim şirketi olduğunu söylemek mümkün olacaktır. Burada ayrıca belirtmek gerekir

⁷ 14/02/2011 T. ve 27846 S. RG.’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6102 S. Türk Ticaret Kanunu.

⁸ TTK m.332 uyarınca esas sermaye sisteminde kurulan anonim şirketler için asgari sermaye tutarı 50.000 TL iken, kayıtlı sermaye sisteminde benimsenmeyen anonim şirketler için bu tutar 100.000 TL’dir (bkz. TTK m.332: “*Tamamı esas sözleşmede taahhüt edilmiş bulunan sermayeyi ifade eden esas sermaye ellibin Türk Lirasından ve sermayenin artırılmasında yönetim kuruluna tanınmış yetki tavanını gösteren kayıtlı sermaye sisteminin kabul etmiş bulunan halka açık olmayan anonim şirketlerde başlangıç sermayesi yüzbin Türk Lirasından aşağı olamaz. Bu en az sermaye tutarı Cumhurbaşkanınca artırılabilir.*”). İlaveten, TTK m.580/1 uyarınca, limited şirketler en az 10.000 TL sermaye ile kurulmak zorundadır (bkz. TTK m.580/1: “*Limited şirketin esas sermayesi en az onbin Türk Lirasıdır.*”).

⁹ Girişim şirketleri veya kısaca girişimler, şirketleşme aşamasını geçerek TTK anlamında sermaye şirketi olarak varlıklarını sürdürdükleri gibi, tüzel kişilik kazanmaksızın bir ticari işletme olarak veya adi ortaklık çatısı altında faaliyet gösterebilmektedirler.

¹⁰ *Startup* olarak anılan kavramın karşılığı olarak kullanılmaktadır.

¹¹ Rebecca Baldrige, *What is a Startup*, Forbes Advisor, 2021, <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-startup/> (erişim tarihi 06.06.2021).

¹² Jared Hecht, *Are You Running a Startup or Small Business? What's the Difference?* Forbes, 2017, <https://www.forbes.com/sites/jaredhecht/2017/12/08/are-you-running-a-startup-or-small-business-whats-the-difference/?sh=cfc77df26c59> (erişim tarihi 06.06.2021).

ki, şirketlerin ekonomik büyüklüğü, onların girişim şirketi olup olmadıklarını belirle-
mekte yetersiz kalmakta, doğru sonuç veren bir ölçüt olarak değerlendirilememektedir.
Zira, örneğin, bir milyar dolarlık değerlemeye¹³ ulaşan girişim şirketlerinin ‘unicorn’¹⁴
olarak anıldığı göz önünde bulundurulduğunda, çok büyük ölçekte girişim şirketleri
olabildiğini söylemek ve hatta bu değerlemede olmayan geleneksel şirketler olduğunu
da vurgulamak gerekecektir. Yukarıda açıklanan bilgiler ışığında, henüz finansal ve ya-
pısal olarak bir sabitliğe kavuşmamış girişim şirketlerinin, yerleşik hale geçmeleri ve bir
kurumsal kimlik ve yön edinmeleri için sermayeye ve hatta özellikle nakdi sermayeye
ihtiyaç duyduklarını söylemek isabetli olacaktır. Bu çalışmada da girişim şirketlerinin
nakdi sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için başvurabilecekleri birtakım fon mekaniz-
maları üzerinde durulması hedeflenmiştir.

Nakdi sermayeyi karşılayabilmek için kullanılan fon mekanizmaları denil-
diğinde, akla ilk gelen yöntemlerden biri banka kredisi kullanmak olacaktır. Ne
var ki 2008’de yaşanan ve Büyük Durgunluk¹⁵ olarak adlandırılan ekonomik kriz,
bankaların düşük gelirli hanelere gayrimenkul alımı için kredi sağlamaları¹⁶ so-
nucu yaşandığından,¹⁷ özellikle bu kriz sonrasında bankalar kredi alım şartlarını
zorlaştırmış ve girişim şirketleri sermaye eksiklikleri nedeniyle global ölçek-
te kredibilite anlamında oldukça riskli sınıfta kalmış¹⁸ ve sermaye ihtiyaçlarını
karşılamak için yeni yöntemlere başvurmaya başlamışlardır.¹⁹ Belirtilen nedenle
banka kredilerinin girişim şirketleri için bir seçenek olmamalarından dolayı bu
çalışmada dış finansman kaynaklarından²⁰ kimi bu bahsedilen kriz zamanlarında

¹³ Bir şirketin nominal hisse bedeli ve sermayesinin toplam kaç hisseye bölüdüğü o şirketin sermayesini göstermektedir. Ancak şirketlerin gerçek değerlemesi çoğu zaman sermayelerinden fazladır. Örneğin bir yatırımcıya 100.000 TL karşılığında şirketin %1 hissesinin verildiği bir durumda, şirket değerlemesi 10.000.000 TL olmaktadır.

¹⁴ Unicorn, mitolojide dahi çok nadir görülen bir canlı olduğu için, girişim ekosisteminde, 1 milyar dolar değerlemeye ulaşan girişim şirketleri *unicorn* olarak adlandırılmaktadır.

¹⁵ İngilizce’de *Great Recession* olarak anılmaktadır.

¹⁶ İngilizce’de *mortgage* olarak anılmaktadır.

¹⁷ Sher Verick / İyanatul Islam, “*The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses*”, Institute of Labor Economics (IZA) Discussion Paper Numarası: 4934, Yıl: 2010, <https://ssrn.com/abstract=1631069> (erişim tarihi 11.06.2021), s. 4.

¹⁸ World Bank, *Crowdfunding’s Potential for the Developing World*, Finance and Private Sector Development Department, Washington, 2013, <https://www.infodev.org/crowdfunding> (erişim tarihi 09.06.2021), s. 8, 14.

¹⁹ World Bank, <https://www.infodev.org/crowdfunding>, s. 8, 14.

²⁰ Finansman temel olarak, iç ve dış finansman olarak ikiye ayrılmaktadır Detaylı okuma için bkz. Salih Tayfun İnce, *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Pay sahipleri Sözleşmesi*, 1. Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019, s. 7. İç finansman kaynakları denildiğinde girişimcinin kendi birikimi veya girişim şirketinin şirket içi yarattığı fon anlaşılabilir. Dış finansman kaynakları arasında ise, banka kredileri, hibeler ve bu çalışmada üzerinde durulacak olan fon mekanizmaları sayılabilecektir (bkz. İnce, s. 8).

ortaya çıkmış olan kimi ise çok daha eski tarihe uzanan en yaygın kullanılan fon mekanizmaları, yatırımcıya verilen karşı edime göre kategorize edilerek mukayese edilecektir. Böyle bir kategorizasyon yapılmasının nedenine, çalışmanın birinci bölümünde değinilecek olmakla birlikte ana amaç çeşitli fon mekanizmalarını kıyaslamak isteyen okuyucunun temelde, en önemli ayrımlardan biri olabilecek²¹ ‘hisse verme’ hususunu göz önünde bulundurmasını sağlamaktır.

Bu çalışma, bir girişim şirketinde hissenin önemi ve ne anlam ifade ettiği vurgulanarak sermaye arayışında olan girişim şirketlerinin başvuracağı mekanizmaya karar verirken sermaye karşılığında hisse verilip verilmediğine göre bir ön eleme yapabilmesini amaçlamaktadır. Ancak unutulmamalıdır ki bu çalışmada ele alınan her bir fon mekanizmasını tek başına ele alan kaynaklar bulunabileceği için bu mekanizmalar hakkında daha detaylı bilgi edinilmesi için farklı kaynaklardan da yararlanılması gerekmektedir.

Anılan amaçla birlikte, çalışmanın birinci bölümünde yatırımcıya hisse verilen fon mekanizmaları, yatırımcının kimliğinin yatırım öncesinde belirli olup olmamasına göre sınıflandırılmış ve her bir fon mekanizmasının tanımı, hukuki zemini ve girişimci ve yatırımcı perspektifinden avantaj-dezavantajları verilme-ye çalışılmıştır. İkinci bölümde, yatırımcıya hisse verilmeyen fon mekanizmaları üzerinde durulmuş ve üçüncü ve son bölümde ise tarafların karşı edim olarak hisse almada seçimlik hakları olan mekanizmalara yer verilmiştir.

I. YATIRIMCIYA HİSSE VERİLEN FON MEKANİZMALARI

Çalışmanın bu bölümünde, yatırımın karşılığı olarak yatırımcıya girişim şirketinden hisse verilen fon mekanizmaları incelenecektir. Ancak öncelikle, çalışmanın ana bölümlendirmesinin hisseye göre yapılmasının nedenlerine değinmek yerinde olacaktır.

Tanım olarak hisse veya TTK’de kabul edilen teknik adıyla²² pay, “sermayenin bölünmesi sonucu oluşan birim”²³ ifade etmektedir. Öğretide pay, “... *ortaklık esas sermayesinin belirli bir sayıda birim değere bölünmüş olan bir parçası*” ola-

²¹ bkz. I. Yatırımcıya Hisse Verilen Fon Mekanizmaları.

²² Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’nın Pay Senetleri başlıklı 484. maddenin gerekçesine ilişkin kısmında şöyle belirtilmektedir: “*Hüküm, 6762 sayılı Kanunun 409’uncu maddesinin birinci ve ikinci fıkrası hükümlerinden alınmıştır. Ancak hüküm, birinci alt kısmın başlığında olduğu gibi “hisse senetleri” yerine “pay senetleri” terimini kanunî terim olarak kabul edip kullanmıştır. Tasarı, 6762 sayılı Kanun gibi, anonim şirketteki sermayenin bölünmesi sonucu oluşan birime “pay” demektir. Pay kanunî terimdir. Payın kıymetli evrak niteliğinde bir senede bağlanınca adının “hisse” olarak değişmesinin ve söz konusu senede “pay senedi” denmesinin makûl bir sebebi yoktur. “Pay senedi”ni içerdiği paydan soyutlanmış olarak adlandırıldığı, bu senedin kanunî adının (pay sözcüğü düşünülmezsizin) pay senedi olarak konulduğu açıklaması da ikna edici değildir. Bu sebeple çelişkiyi ortadan kaldırmak amacıyla senedin kanunî adının “pay senedi” olması uygun görülmüştür.*” (bkz. Türkiye Büyük Millet Meclisi, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, Esas Numarası 1/324, Dönemi ve Yasama Yılı 23/2, s. 177, m.484).

²³ Türkiye Büyük Millet Meclisi, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı, s. 177, m.484.

rak da tanımlanmaktadır.²⁴ Pay, aynı zamanda şirkette sahip olunan ortaklığa ve bu ortaklığın oranına işaret eden bir kavramdır.²⁵ Sahibine ortaklık hakları tanıyan pay, esasen bir tüzel kişi ile sahibi olan kişiyi bağlayan en kuvvetli bağdır. Pay ile birlikte, şirket ortağının genel kurula katılma hakkı, genel kurulda oy kullanma hakkı, bilgi alma ve inceleme hakkı, özel denetim isteme talep etme hakkı, rüçhan hakkı, kar ve tasfiye payı hakkı gibi haklar pay sahibine özgülenmektedir (TTK 425-507).

Getirdiği haklar bir yana, pay, sahibine birtakım sorumluluklar da yüklemektedir. Buna göre, örneğin pay sahiplerinin şirket sınırlarını koruma yükümlülüğünden bahsedilebilecek, ilaveten şirket çıkarlarını zedeleyici davranışlarda bulunulmaması gündeme gelebilecektir (TTK 613). Tüm bu sayılan hak ve yükümlülüklerin birlikte değerlendirilmesi sonucu denilebilecektir ki yatırımı karşılığında girişim şirkettinden hisse alan yatırımcı,²⁶ özel bir statüye kavuşmakta ve yatırım yaptığı girişim şirketinde söz hakkı elde etmiş olmaktadır.²⁷ Bu nedenledir ki bir girişim şirketinin sermaye ihtiyacı için fon mekanizması araştırdığı dönemde ilk dikkat etmesi gereken, yatırımcıyı şirkete dahil etmek isteyip istemediğidir.

A. Yatırımcının Kimliğinin Yatırım Öncesinde Belirli Olduğu Mekanizmalar

Yatırımcının kimliğinin yatırım öncesinde belirli olduğu durumlarda, girişim şirketi yatırım kararını, sermaye getirisi dışında yatırımcının tanınırlığı/bilinirliği ile gelen birtakım ek faydaları da göz önünde bulundurarak değerlendirebilmektedir.

1. Bireysel Katılım Yatırımcılığı

Yaygın kullanılan ismiyle melek yatırımcılık, fakat mevzuatta kullanılan ismiyle bireysel katılım yatırımcılığı, bireysel katılım yatırımcısı olarak lisans alan gerçek kişilerin, kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini girişim şirketine aktardıkları fon mekanizmasıdır (Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik²⁸ madde 3/1-d).

²⁴ Hasan Pulaşlı, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 4. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2016, s. 534.

²⁵ Sema Aksoy, *Anonim Şirketlerde Pay ve Payın Devri*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Şehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2018, https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=ZboOBcYJSzn6_aEd5VOICg&no=u1LRsBNm3_-Rc9HYIYmEg (erişim tarihi 13.06.2021).

²⁶ Yatırımcının hukuken girişim şirketinin hisselerini nasıl edindiği doğrudan bu yazının konusu olmamakla ve bunun için şirketin türüne, hangi sermaye sistemini kullandığında göre kullanılan farklı yöntemler olmakla birlikte, yatırımcının yatırımı karşılığında girişim şirkettinden hisse edinmesi yaygın olarak girişim şirketinin dış kaynaklardan sermaye artırımı yapmasıyla mümkündür.

²⁷ Burada, söz hakkı elde edilmesinden kasıt, yatırımcının girişim şirketinde sahip olduğu pay oranına bağlı olarak birtakım haklar ile donatılıyor olmasıdır. Örneğin, anonim şirkette %10'luk bir hisseye sahip olan yatırımcı, azınlığa tanınan haklardan faydalanabilmektedir. Bir başka örnek olarak ise, genel kurulda karar için özel nisap gereken durumlarda, çoğunluk hisse sahibi olmayan yatırımcının da karara olumlu oy kullanarak katılması gerekebilmektedir.

²⁸ 15.02.2013 T. ve 28560 S. RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik.

Bireysel katılım yatırımcılığı, ilk defa 2012 yılında Finansal İstikrar ile Bazı Düzenlemeler Hakkında Kanun'un²⁹ ek madde 5'i³⁰ ile Türk hukukuna girmiştir. Daha sonra 2013 yılında, Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik çıkarılmış ve bireysel katılım yatırımcılığına dair esaslar bu yönetmelikte düzenleme altına alınmıştır. Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik uyarınca, yüksek gelir veya servete sahip yatırımcılar³¹ ile tecrübeli yatırımcılar³² bireysel katılım yatırımcılığı lisansı alarak, girişim şirketine yaptıkları yatırımların %75'ini ve Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu ile Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı tarafından belirlenen araştırma, geliştirme ve yenilikçilik programları kapsamında yaptıkları yatırımların %100'ünü yıllık gelir vergisi beyannamelerinden indirebilmektedir. Bu sayede, bireysel katılım yatırımcılığı teşvik edilmekte ve girişim şirketlerinin sermaye ihtiyaçlarını daha kolay bulmaları amaçlanmaktadır. Ancak bireysel katılım yatırımcılığına ilişkin dikkat edilmesi gereken hususlardan birkaçı,³³ bireysel katılım yatırımcılarının devlet teşvikinden faydalanabilmeleri için anonim şirkete yatırım yapmaları gerekmesi (Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönet-

²⁹ 20.12.1994 T. ve 22147 S. RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren 4059 sayılı Finansal İstikrar ile Bazı Düzenlemeler Hakkında Kanun.

³⁰ Söz konusu ek madde 5, 09.07.2018 T. ve 30473 S. RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren KHK/703 karar sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile ilga edilmiştir.

³¹ Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik uyarınca, "*Lisans almadan önceki iki yıl için, yıllık gelir vergisi beyannamesinde yer alan gelir unsurlarının veya ücretli çalışanlar için yıllık ücretlerinin gayrisafi tutarları toplamı olarak ifade edilen yıllık gayrisafi geliri en az 200.000 TL olan*" veya "*Müracaat anında sahip oldukları her türlü menkul ve gayrimenkul varlıklarından oluşan kişisel servetin toplam değeri en az 1.000.000 TL olan*" yatırımcılar, yüksek gelir veya servete sahip yatırımcılardır.

³² Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik uyarınca, "*Banka ve finansal kuruluşlarda fon veya portföy yöneticisi olarak ya da banka ve finansal kuruluşların küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin finansmanı, proje finansmanı veya kurumsal finansman birimlerinde veya girişim sermayesi yatırım ortaklıkları dahil girişim sermayesi şirketlerinde müdür veya dengi bir pozisyonda ya da daha üst bir pozisyonda en az iki yıl iş tecrübesine sahip olan*" veya "*Lisans alınmadan önce son beş yıl içinde en az iki yıl, yıllık cirosu en az 25.000.000 TL olan bir işletmede genel müdür yardımcısı veya dengi bir pozisyonda ya da daha üst bir pozisyonda çalışan*" veya "*BKY ağlarının birine lisans alınmadan önce en az bir yıl süreyle üyeliği bulunan ve müracaat sırasında son mali yıldaki net satışları 5.000.000 TL'nin altında olan ve halka açık olmayan bir veya daha fazla şirkette BKY olarak ortak olan*" veya "*Başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketleri desteklemek amacıyla kurulmuş olan yurt içi kuluçka merkezlerinde ya da teknoloji geliştirme merkezlerinde en az iki yıl tecrübesi bulunan ve bu merkezlerdeki başlangıç veya büyüme aşamasındaki bir veya daha fazla şirkete asgari 20.000 TL sermaye koyan*" kişiler tecrübeli yatırımcılardır.

³³ Sinem Ulutürk Cinbiş, "*Türkiye'deki Akredite Melek Yatırımcı Ağlarının Gelişiminin ve Karakteristik Özelliklerinin Analizi*", İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi, Cilt: 1, Sayı: 1, Yıl: 2017, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1178588> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 106.

melik m.26), yatırım yapılan şirketin paylarının halka arz edilmemiş olması (Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik m.26), tek seferde en az 20.000 TL en fazla 1.000.000 TL tutarında yatırım yapılabilmesi (Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik m.14), beş yıllık lisans geçerlilik süresi içerisinde en fazla yirmi farklı şirkete yatırım yapılabilmesi (Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik m.13), yatırım yapılan girişim şirketinde hakim ortak konumunda olunmamasıdır (Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik m.18).

Bireysel katılım yatırımcılarının yatırım yapabileceği üst tutarın belli olduğu göz önünde bulundurulduğunda, bireysel katılım yatırımcılığının en yüksek getirili fon mekanizması olmadığını söylemek mümkün olacaktır.³⁴ Ne var ki bireysel katılım yatırımcılığı, sağladığı finansmanın yanında³⁵ esas olarak girişim şirketine network ve know-how kazandırmanın hedeflendiği bir yatırım çeşididir.³⁶

Mekanizmanın uygulanışına bakılacak olursa, bir veya birden fazla lisanslı bireysel katılım yatırımcısı, bir girişim şirketine, sermaye artırım yoluyla ortak olmakta,³⁷ bunun sonucunda girişim şirketinde hissedar sıfatını kazanmakta ve bu süreçte girişim şirketi ile bireysel katılım yatırımcısı/yatırımcıları arasında bir ortaklık sözleşmesi³⁸ müzakere edilmektedir. Türk hukuku kapsamında atıpkı sözleşme hukuki niteliğini haiz olan ortaklık sözleşmesi,³⁹ bireysel katılım yatırımcısının ve diğer şirket ortaklarının hak ve yükümlülüklerini belirlemesi

³⁴ Örneğin, gelmiş geçmiş en yüksek paya dayalı kitle fonlama faaliyeti ile fonlanan projelerinden olan BrewDog, 73 milyon pound fon toplamıştır. Detaylı bilgi için bkz. Nikkie Thatcher, *BrewDog smashes £7.5m crowdfunding target in 6 weeks*, 2020, <https://www.morningadvertiser.co.uk/Article/2020/10/28/How-much-has-BrewDog-raised-through-crowdfunding> (erişim tarihi 06.06.2021). Böyle bir tutarın dünyanın herhangi bir yerinde bireysel katılım yatırımcılığı ile fonlanması pek mümkün değildir Detaylı bilgi için bkz. Richard Harroch, *20 Things All Entrepreneurs Should Know About Angel Investors*, Forbes, 2015, <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2015/02/05/20-things-all-entrepreneurs-should-know-about-angel-investors/> (erişim tarihi 06.06.2021).

³⁵ Bireysel katılım yatırımcılığının geleneksel finansman yöntemlerinden %25 daha fazla fon sağladığı bilinmektedir. Detaylı bilgi için bkz. Gazi Kurnaz / Aykut Bedük, “*Türkiye’de ve Dünyada Melek Yatırımcılık*”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, Cilt: 20, Sayı: 1, Yıl: 2017, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/286692> (erişim tarihi 11.06.2021), s. 29.

³⁶ Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik’te geçen bireysel katılım yatırımcısı tanımına bakıldığında, bireysel katılım yatırımcılarının “*Kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler*” olduğu vurgulanmaktadır.

³⁷ Böyle bir sermaye artırımında, yeni çıkarılan hisselerin üçüncü bir kişiye verilecek olması nedeniyle girişim şirketinin mevcut hissedarlarının rüçhan haklarının sınırlandırılması veya kaldırılması gerekebilmektedir. Detaylı okuma için bkz. Seren Düden, *Anonim Şirketlerde Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı*, 1. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2021, s. 130.

³⁸ Paysahipleri Sözleşmesi, Yatırım Sözleşmesi gibi isimlerle anıldığı da görülmektedir.

³⁹ Ortaklık sözleşmesinin TBK kapsamında bir adi ortaklık olup olmadığına ilişkin değerlendirme için bkz. İsmail Esin, *Birleşme ve Devralmalar*, 3.Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021, s. 290.

itibariyle epey önem taşımakta ve bireysel katılım yatırımcılığı mekanizmasına başvuracak girişim şirketleri bakımından elzem kabul edilmektedir.⁴⁰

2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı / Fonu

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kanunu'nun⁴¹ (SPKn) 35. maddesinin b bendinde yer verilen ve sermaye piyasası kurumlarından biri olarak düzenlenen kolektif yatırım kuruluşlarından yatırım ortaklıklarının⁴² portföy olarak girişim sermayesi kullananlarıdır. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından çıkarılan⁴³ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği'nin⁴⁴ 4. maddesinde girişim sermayesi yatırım ortaklığı, '*... girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliği yolu ile dönüşen, SPKn'nin 48'inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile kendisine izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumu*' olarak tanımlanmaktadır.

Girişim sermayesi yatırım fonları⁴⁵ ise, girişim sermayesi yatırım ortaklığı gibi kolektif yatırım kuruluşlarından bir diğeri olarak karşımıza çıkmakta fakat girişim sermayesi yatırım ortaklıklarından farklı olarak girişim sermayesi yatırım fonlarının tüzel kişiliği bulunmamakta ve portföy içerisindeki malvarlığı doğrudan fon kurucusunun üzerinde doğmakta⁴⁶ fakat kişinin kendi malvarlığından da ayrılmaktadır.⁴⁷

⁴⁰ Esin, s. 239.

⁴¹ 30.12.2012 tarih ve 28513 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu.

⁴² SPKn'nin 48. maddesi uyarınca yatırım ortaklıkları, "*sermaye piyasası araçları, gayrimenkul, girişim sermayesi yatırımları ile SPK tarafından belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyleri işletmek amacıyla, paylarını ihraç etmek üzere kurulan sabit veya değişken sermayeli anonim ortaklıklar*" olarak tanımlanmaktadır.

⁴³ Daha önce aynı konuyu kapsayacak şekilde çıkarılan diğer Tebliğler sırasıyla şu şekildedir: 06.07.1993 T. ve 21169 S. RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ve 06.11.1998 T. ve 23515 S. RG'de yayımlanarak yürürlüğe giren Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği. Bu tebliğler yürürlükten kaldırılmıştır.

⁴⁴ 09.10.2013 T. ve 28790 S. RG.'de yayımlanarak yürürlüğe giren III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.

⁴⁵ Tüzel kişilik haricinde girişim sermayesi yatırım ortaklığı ve fonları karakteristik olarak çok benzediği için bölümün devamında yalnızca girişim sermayesi yatırım ortaklıklarından bahsedilecektir.

⁴⁶ Tekin Memiş / Gökçen Turan, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 4. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2019, s. 163.

⁴⁷ 02.01.2014 tarih ve 28870 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yaptığı yatırımlar da bireysel katılım yatırımcılığında olduğu gibi belirli bir miktar sermayenin girişim şirketine sağlanarak karşılığında hisse alınması şeklinde çalışmaktadır.⁴⁸ Fakat bireysel katılım yatırım süreçlerinden en büyük farklılığı girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının SPK'ye tabi olması ve bireysel katılım yatırımcılığında olduğu gibi know-how ve network aktarma gibi bir amaç olmamasıdır. Ne var ki yine de yatırımcıların kimliğinin yatırım öncesinde belirli olması, girişim şirketinin, yatırımcının isminin girişim şirketine kazandırabilecekleri açısından ön bir değerlendirme yapmasına imkân tanımaktadır.

B. Yatırımcının Kimliğinin Yatırım Öncesinde Belirli Olmadığı Mekanizmalar

Bir girişim şirketine yatırımcı olma ihtimali olan belirsiz bir yatırımcı kitesinin olduğu durumlarda, genellikle girişim şirketi, yatırımcının isim ve network çevresinden bir beklenti içerisinde olmamakta ve yatırım sonrasında yatırımdan bu tür yan faydalar elde edememektedir. Fakat bu neviden fon mekanizmalarının girişim şirketi açısından büyük bir avantajı da yatırımcı kitesinin geniş⁴⁹ olmasından kaynaklanan elde edilen fon miktarının fazla olma ihtimalidir.

1. Paya Dayalı Kitle Fonlaması

Paya dayalı kitle fonlaması,⁵⁰ “internet kanalıyla, şirkette pay⁵¹ sahibi olmak amacıyla para verilmesi temeline dayanan bir finansman yöntemidir”.^{52,53} III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin⁵⁴ (III-35/A.1 sayılı Tebliğ) 4. maddesinde, paya dayalı kitle fonlaması, “*pay karşılığında kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması*” olarak tanımlanmaktadır. III-35/A.1 sayılı Tebliğ'in dayanıldığı SPK'nın 3. maddesinin z bendinde ise paya dayalı kitle fon-

⁴⁸ Onur Atilla, *Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=t17_5Pk8iz095k6OZcD5qA&no=P9YyM5voVotAj4gusRxxaQ (erişim tarihi 11.06.2021).

⁴⁹ Fatma İzmirli Ata, “*Yeni Nesil Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlama: Türkiye Potansiyeli*”, Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 16, Sayı: 2, Yıl: 2018, <https://dergipark.org.tr/en/pub/cbayarsos/issue/38081/439447> (erişim tarihi 08.06.2021), s. 275.

⁵⁰ İngilizce'de *equity-based crowdfunding* olarak kullanılmaktadır.

⁵¹ III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 4. maddesinin p bendinde ‘*girişim şirketinin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet*’ olarak tanımlanmaktadır.

⁵² Mehmet Bahtiyar, *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş*, 1. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul 2019, s. 22.

⁵³ Muhammet Tunahan Çağlar, “*Yeni Nesil Alternatif Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlama: Dünya ve Türkiye Uygulaması*”, Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 2, Yıl: 2019, <https://dergipark.org.tr/en/pub/iuusbd/issue/49387/572366> (erişim tarihi 11.06.2021), s. 20.

⁵⁴ 03.10.2019 tarih ve 30907 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren III-35/A.1 Sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği.

laması ifadesinin “*Bir projenin veya girişim şirketinin ihtiyaç duyduğu fonu sağlamak amacıyla Kurul tarafından belirlenen esaslar dâhilinde bu Kanunun yatırımcı tazminine ilişkin hükümlerine tabi olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla halktan para toplanması*” anlamına geldiği düzenlenmektedir.

Paya dayalı kitle fonlaması Türk hukuku bakımından epey yeni⁵⁵ bir kurum olduğundan, usul ve esaslarına ilişkin genel bir bilgi verilmesi bu fon mekanizmasının anlaşılması için yararlı olacaktır. Öncelikle, III-35/A.1 sayılı Tebliğ uyarınca paya dayalı kitle fonlama faaliyeti, SPK tarafından listeye alınan kitle fonlama platformları aracılığıyla yürütülebilmektedir (III-35/A.1 sayılı Tebliğ m.5). Kitle fonlama platformlarının listeye alınabilmesi için, kitle fonlama platformlarının anonim ortaklık olmaları, tamamı nakden ödenmiş asgari 1.000.000 Türk Lirası sermayeye sahip olmaları, paylarının tamamının nama yazılı olması, ‘Kitle Fonlama Platformu’ ibaresini içeren bir ticaret unvanına sahip olmaları, esas sözleşmelerinin, ortaklarının ve yönetim kurulu üyelerinin III-35/A.1 sayılı Tebliğ’e uygun olması⁵⁶ gibi birtakım şartlar da getirilmiş, böylece paya dayalı kitle fonlama faaliyetinin yapılacağı internet sitelerinin kurulması zorlaştırılmış, yatırımcılar ve girişim şirketleri açısından bir güven ortamı yaratılmaya çalışılmıştır.

III-35/A.1 sayılı Tebliğ’e bakıldığında, faaliyete ilişkin belirtilebilecek ilk husus, yalnızca kitle fonlaması faaliyeti yürütebilen kitle fonlama platformlarının bünyelerinde bir yatırım komitesi⁵⁷ oluşturarak, platforma üye olup kendilerine

⁵⁵ Oya Ekici / İbrahim Sırma / Yusuf Aytürk, “*Alternatif Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlaması ve Yenilikçilik İlişkisi*”, BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi, Cilt: 13, Sayı: 2, Yıl: 2019, https://www.bddk.org.tr/Content/docs/bddkDergiTr/dergi_0026_06.pdf (erişim tarihi 07.06.2021), s. 217.

⁵⁶ Ortakların ve yönetim kurulu üyelerinin uygun olmaları gerektiği söylenen III-35/A.1 sayılı Tebliğ’in 6. maddesinde belirtilen şartlar şu şekildedir: Müflis olmama, konkordato ilan etmiş olmama ya da SPK’ye başvuru tarihi itibarıyla iflas erteleme süresi içinde olmama, faaliyet izinlerinden biri SPK’ce iptal edilmiş kuruluşlarda bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmama, SPK’n’de yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması, 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı mülga Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ve eklerine göre kendileri veya ortağı oldukları kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması, 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanunu’nun 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 işleyişine 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, terörizmin finansmanı, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması, İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip bulunması, SPK’n’ın 101’inci maddesinin birinci fıkrasının a bendi uyarınca işlem yasaklı olmaması.

⁵⁷ Yatırım Komitesi, III-35/A.1 sayılı Tebliğ’in 4. maddesinin aa bendine “girişim şirketine veya girişimciye ait projeye ilişkin hazırlanan fizibilite raporunu değerlendiren, kampanyalara ilişkin hazırlanan kitle fonlaması bilgi formunu onaylayan ve platform yönetim kurulu tarafından belirlenen komite” olarak tanımlanmaktadır.

başvuran girişim şirketlerini veya henüz hukuken şirketleşmemiş fakat bir iş fikri olan girişimleri değerlendirdiği ve sunulan fizibilite raporuna göre kitle fonlama kampanyasına onay veya red verdikleridir. Daha sonra fon toplamasına onay verilen her bir girişim şirketi veya proje için internet sitesi üzerinde bir kampanya sayfası oluşturularak bu kampanya sayfasında yatırımcıların bilgi alabileceği ve karar süreçlerini etkileyebilecek her türlü bilgi ve belge yayımlanır. Bu onaylanan bilgi formunun kampanya sayfasında yayımlanmasıyla kampanya süresi başlar ve bu süre en fazla altmış gün olabilir. Belirlenen süre içerisinde girişim şirketinin veya projenin önceden hedeflenen tutarı yatırımcılardan toplaması halinde emanet yetkilisi toplanan fonu girişim şirketine, yapılan bir sermaye artırımını⁵⁸ sonrasında aktarmakta ve eğer henüz hukuken şirketleşmemiş fakat bir iş fikri olan bir girişim söz konusuysa, fonun aktarılması için girişimin şirket kurması gerekmektedir. Hedeflenen fon tutarına ulaşılamaması halinde toplanan fon ve hedeflenen fon tutarının geçilmesi halinde hedefi aşan kısım yatırımcılara iade edilmektedir. Ayrıca belirtilmesinde yarar olan başka bir husus da yatırımcıların ödeme emrinin verildiği andan itibaren 48 saatlik bir cayma hakkı sürelerinin olduğudur. Yatırımcılara tanınan bu hakkın önemli olmasındaki bir sebep de yatırımcılara Yatırımcı Tazmin Merkezi'ne⁵⁹ başvurma hakkı tanınmamış olmasıdır. Dolayısıyla, yatırımcıların yatırım yapacakları ve karşılığında pay alacakları girişim şirketini değerlendirirken bilinçli davranmaları önemlidir. Yatırımcılara ilişkin olarak vurgulanması elzem olan bir diğer hüküm de III-35/A.1 sayılı Tebliğ'in 15. maddesinde yer almaktadır. Buna göre, nitelikli yatırımcı⁶⁰ olmayan kişilerin bir takvim yılı içerisinde 20.000 Türk Lirası yatırım yapabilecekleri fakat 100.000 Türk Lirası'nı geçmemek üzere yıllık net gelirlerinin %10'una kadar da bu sınırın esnetilebileceği bilinmelidir.

⁵⁸ Hisse devri ile değil de sermaye artırımını yoluyla yapılmasının sebebi yatırımın hissedara değil şirkete enjekte edilmesinin amaçlanmasıdır.

⁵⁹ SPKn'nin 82. maddesi, yatırımcıların tazminini "*SPK yatırım kuruluşlarının sermaye piyasası faaliyetinden kaynaklanan nakit ödeme veya sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerini yerine getiremediğinin veya kısa sürede yerine getiremeyeceğinin tespit edilmesi halinde yatırımcıları tazmin kararı alır.*" demek suretiyle düzenlemektedir.

⁶⁰ III-35/A.1 sayılı Tebliğ'in 4. maddesinin o bendinde, nitelikli yatırımcı "*SPK'nin girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan nitelikli yatırımcılar*" olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, III-48.3 sayılı Tebliğ'in 3. maddesinin 1 bendi uyarınca nitelikli yatırımcı, "*SPK'nin ilgili düzenlemelerinde tanımlanan gerçek ve tüzel kişiler, kamu kurum ve kuruluşları ile 15/02/2013 tarihli ve 28560 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelikte tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişiler*" anlamına gelmektedir. Bu tanımda belirtilen 'SPK'nin ilgili düzenlemelerinde tanımlanan gerçek ve tüzel kişiler ile kamu kurum ve kuruluşları' ifadesine örnek olarak; yerli ve yabancı yatırım fonları, emeklilik fonları, yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, portföy yönetim şirketleri, ipotek finansmanı kuruluşları, vakıflar, kamuya yararlı dernekler, fon katılım paylarının halka arz tarihi itibarıyla en az 1 milyon TL tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler gösterilebilecektir.

Yukarıda verilen bilgiler ışığında değerlendirildiğinde, paya dayalı kitle fonlamaları, teknoloji veya üretim faaliyetlerinde bulunan, son beş yıl içerisinde kurulan, halka arz edilmemiş olan girişim şirketlerinin finansman elde etmek için başvurabileceği, girişim şirketinin dinamik yapısı ile ters düşmeyen bir fon mekanizması olarak açıklanabilecektir. Paya dayalı kitle fonlaması platformu aracılığıyla finansman elde eden girişim şirketlerinin⁶¹ dikkat etmeleri gereken belki de en önemli husus, III-35/A.1 sayılı Tebliğ'in 16. maddesinin 10. fıkrası uyarınca, kampanya sürecinin başlaması ile birlikte, girişimciler ve girişim şirketi ortakları için üç yıllık bir pay devir sınırlamasıdır.

Son olarak, çalışmanın bir sonraki kısmında anlatılacak olan halka arz ile, farklı mekanizmalar oldukları SPKn tarafından da açıkça belirtilen⁶² paya dayalı kitle fonlamasının, ilerleyen zamanlarda listelenmiş kitle fonlama platformlarının çıkmasıyla birlikte, izahname hazırlama⁶³ veya kamuyu aydınlatma gibi yükümlülüklerinin olmaması, girişim sermayesi hukukunun en yaygın kullanılan fon mekanizmalarından biri olmaya aday olduğunu söylemek yerinde olacaktır.

2. Halka Arz

SPKn'nin 3. maddesinin f bendinde halka arz,⁶⁴ 'sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satış' olarak tanımlanmaktadır. Doktrinde, "küçük tasarrufların değerlendirilerek şirket için anlamlı bir yatırıma dönüştürülmesi için kullanılan bir finansman sağlama yöntemi"⁶⁵ olarak betimlenen halka arz, SPKn'deki geniş tanımından ziyade bu çalışmada, ortaklık paylarının satın alınması için yapılan çağrı ve satış işlemini kastedecek şekilde kullanılmaktadır. Buna göre, halka açık ortaklığın tanımına bakıldığında, SPKn'nin 3. maddesinin e bendi ile karşılaşılmakta ve halka açık anonim şirket, "Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar" şeklinde tanımlanmaktadır. Bu tanımda karşılaşılan halka arz edilme

⁶¹ Girişim şirketinin, finansmandan sonra kurulması halinde, 3 yıllık sürenin kuruluşundan itibaren başlayacağı kabul edilmektedir. Detaylı bilgi için bkz. Veliye Yanlı, "Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi", Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 36, Sayı: 1, Yıl: 2020, <https://www.lexpera.com.tr/literatur/batider-makaleler/paya-dayali-kitle-fonlamasi-duzenlemesi-paya-dayali-kitle-fonlamasi-duzenlemesi-32-33> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 49.

⁶² SPKn'nin 3. maddesinin e bendinde, halka açık ortaklık, "Kitle fonlaması platformları aracılığıyla para toplayanlar hariç olmak üzere, payları halka arz edilmiş olan veya halka arz edilmiş sayılan anonim ortaklıklar" olarak tanımlanmaktadır.

⁶³ Memiş / Turan, s. 69.

⁶⁴ İngilizce'de *initial public offering* olarak geçmektedir. Bu ifade, paylarını ilk defa halka arz eden şirketler için kullanılmakta ve ilk halka arz olarak bilinmektedir. Hali hazırda payları halka arz edilmiş bir şirketin paylarının bir kısmını daha hala açık hale getirmek için yaptığı halka arza da ikincil halka arz ismi verilmektedir. Detaylı bilgi için bkz. Ece Kılıç, "Halka Arz ve Borsada İşlem Görme Koşulları", n.d., https://www.academia.edu/35317431/ECE_KILIÇ_1_BÖL_TEZ (erişim tarihi 13.06.2021), s. 2.

⁶⁵ Memiş / Turan, s. 52.

ifadesi payların satın alınması için geniş bir kitleye yapılan çağrı ve satış işlemini karşılamakta⁶⁶ ve halka arz edilmiş sayılma ibaresi ise SPKn 16/1’de de açıklandığı üzere pay sahibi sayısı 500’ü aşan anonim ortaklıkları işaret etmektedir.⁶⁷

Halka arz edilmiş sayılma bir yana, halka arzın belirli bir prosedüre göre yapılması gerekmektedir. Halka arz, mevcut payların halka arzı⁶⁸ şeklinde yapılabileceği gibi, sermaye artırım yoluyla,⁶⁹ bir başka ifadeyle yeni pay ihraç etmek suretiyle veya her iki yöntemin birlikte kullanılması ile yapılabilmektedir. Hangi yöntem kullanılırsa kullanılsın, paylarını halka arz etmek isteyen bir şirket, öncelikle buna ilişkin bir yönetim kurulu kararı alarak, ön hazırlık süreci için bir çalışma grubu oluşturur, izahname⁷⁰ başta olmak üzere gerekli evraklar hazırlanır ve bir genel kurul kararı ve esas sözleşmenin tadil edilmesiyle birlikte ön hazırlık süreci tamamlanır. Daha sonra hazırlanan evrakların SPK ve Borsa İstanbul’a gönderilme aşaması vardır. Merkezi Kayıt Kuruluşu’na, TakasBank’a müracaat edilmesi, SPK’nin izahnameyi onaylaması sonucunda halka arz yatırımcılara duyurulur ve satış işlemine geçilir.

Halka arz edilmek suretiyle paylarının bir kısmı veya tamamı halka açık hale gelmiş anonim şirketler, TTK’ye ek olarak SPKn’ye de tabi hale gelmektedir. Bu kapsamda, payların borsada işlem görme zorunluluğu, kurumsal yönetim ilkelelerine uyma zorunluluğu gibi birtakım yükümlülükler devreye girmektedir.

Yukarıda prosedürü ve izlenmesi gereken aşamaları kısaca belirtildiği üzere, halka arz, bu çalışmada yer alan alternatif fon mekanizmalarından en eski ve en kapsamlı düzenlenendir. Bu durum göze alındığında, erken aşama girişim şirketleri bakımından tercih edilmesi pek mümkün olmamaktadır. Zira hem maliyet hem de usul olarak kuruluş aşamasında olan girişim şirketlerini zorlayabilmektedir.^{71,72}

⁶⁶ Bahtiyar, s. 19.

⁶⁷ Bahtiyar, s. 19.

⁶⁸ Hali hazırda ihraç edilmiş payların, sahipleri tarafından halka arz edilmesi anlamına gelmektedir (Kılıç, https://www.academia.edu/35317431/ECE_KILIÇ_1_BÖL_TEZ, s. 9). Bir finansman yöntemi olarak kabul edilemeyecektir, zira burada payların satışı sonrasındaki gelir, mevcut pay sahibine aittir.

⁶⁹ Piyasaya yeni pay ihraç edilmesi ve şirket için finansman elde edilmesi söz konusu olmaktadır (bkz. Kılıç, https://www.academia.edu/35317431/ECE_KILIÇ_1_BÖL_TEZ, s. 9).

⁷⁰ Haziran 2013 T. ve 28685 S. RG.’de yayımlanarak yürürlüğe giren II-5.1 sayılı “İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği uyarınca izahname, ihraççının ve varsa garantörün finansal durum ve performansı ile geleceğe yönelik beklentilerine, faaliyetlerine, ihraç edilecek veya borsada işlem görecektir sermaye piyasası araçlarının özelliklerine ve bunlara bağlı hak ve risklere ilişkin olarak yatırımcıların bilinçli bir değerlendirme yapmasını sağlayacak nitelikteki tüm bilgileri içeren kamuyu aydınlatma belgesini ifade eder.

⁷¹ Abdülhamid Oğuzhan Hacıömeroğlu, “Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma”, Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi, Cilt: 8, Sayı: 15, Yıl: 2020, <https://dergipark.org.tr/en/pub/mdergi/issue/55178/757584> (erişim tarihi 08.06.2021), s. 279.

⁷² Yanlı, <https://www.lexpera.com.tr/literatur/batider-makaleler/paya-dayali-kitle-fonlamasi-duzenlemesi-paya-dayali-kitle-fonlamasi-duzenlemesi-32-33>, s. 33.

Son olarak da halka arzın girişim şirketi için avantajlarından bahsedilerek tercih eden girişim şirketlerinin bu zorlu uygulamayı neden seçtiklerinden bahsedilecektir. Halka arz edilen şirketin paylarının değeri, piyasa tarafından belirlenmekte ve bu da şirket değerlemesi için daha objektif bir metrik yaratmaktadır. Bağımsız denetimden geçen, Kamuyu Aydınlatma Platformu'na kaydolmuş kamuyu bilgilendiren girişim şirketi daha şeffaf⁷³ ve piyasada güven uyandıran bir konuma sahip hale gelmektedir. Bu da girişim şirketinin sonraki finansman ihtiyaçları için kredi kuruluşlarına başvurmasını kolaylaştırmaktadır. Halka açık girişim şirketlerinin ortakları, paylarını satmak istediklerinde, daha kolay alıcı bulmakta ve bu da mevcut ortaklık likidite ihtiyaçlarını gidermektedir.⁷⁴

III. YATIRIMCIYA HİSSE VERİLMİYEN FON MEKANİZMALARI

Çalışmanın bu bölümünde, yatırımcının yatırımı karşılığında yatırımcıya hisse verilmeyen fon mekanizmaları üzerinde durulacak ve bu mekanizmalarda yatırımcının bir karşı edimi olup olmadığı ve varsa bu edimin ne olduğu ele alınacaktır.

A. İlk Dijital Para Arzı

İlk Dijital Para Arzı,⁷⁵ girişim şirketinin en yaygın kullanılan kripto paralar⁷⁶ olan Bitcoin ve Ethereum karşılığında yatırımcıya yeni bir coin⁷⁷ veya token arz ettiği bir fon mekanizmasıdır.⁷⁸ Detaylı anlatmak gerekirse, sermaye

⁷³ Bu şeffaflık bazı durumlarda şirket için bir dezavantaj olabilmekte, bu yükümlülük girişim şirketini rakiplerinin edinmesini istemeyeceği bilgileri de paylaşmak zorunda bırakabilmektedir.

⁷⁴ Kılıç, https://www.academia.edu/35317431/ECE_KILIÇ_1_BÖL_TEZ, s. 6.

⁷⁵ İngilizce'de *initial coin offering* olarak kullanılmaktadır.

⁷⁶ Türk hukuku kapsamında elektronik para olarak kabul edilmeyen ve yalnızca bir sanal para olarak değerlendirilen (bkz. Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, Duyurular, *Kripto Para Açıklaması*, https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0512_01.pdf (erişim tarihi 01.06.2021)). Kripto paralar, blok zincir teknolojisini de beraberinde getirmiş ve ilk defa Satoshi Nakamoto takma isimli bir kişi veya kişilerin yayımladığı bir whitepaper ile ortaya çıkmış olan Bitcoin ile doğmuştur. Detaylı bilgi için bkz. Satoshi Nakamoto, "Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System", 2009, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (erişim tarihi 09.06.2021).

⁷⁷ Coin, kendi blokzincirini kullanan kripto para anlamına gelip, Türkçe'ye jeton olarak çevrilebilecek token ise hali hazırda var olan blok zinciri kullanılarak oluşturulan dijital bir varlıktır (bkz. Wilfred Michael, *Token c. Coin: What's the Difference*, n.d., <https://bitcourier.co.uk/blog/token-vs-coin> (erişim tarihi 08.06.2021)). (bkz. Melih Sefa Yavuz / Mehmetcan Suyadal, "Girişimciliğin Finansmanında Initial Coin Offering (ICO) Yöntemi ve Alternatif Finansman Yöntemleriyle Karşılaştırılması", *Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt: 21, Sayı: 3, Yıl: 2020, <https://dergipark.org.tr/en/pub/anadoluibfd/issue/56987/795827> (erişim tarihi 09.06.2021), s. 72).

⁷⁸ Jake Frankenfield, *Initial Coin Offering (ICO)*, Investopedia, 2020, <https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp> (erişim tarihi 11.06.2021).

arayışındaki bir girişim şirketi, bir whitepaper⁷⁹ hazırlayarak fonlamak istediği projeyi yatırımcılara tanıtmakta⁸⁰ ve değerinin artacağına ikna etmeye çalıştığı coin veya token'ını yatırımcılara genellikle Bitcoin veya Ethereum karşılığında satmaktadır.^{81,82} Daha basit bir anlatımla, yatırımcılar, gelecekte değerlendirileceklerini düşündükleri yeni bir token veya coin satın almaktadırlar.⁸³

İlk dijital para arzının Türk hukukunda bir karşılığı bulunmamasının nedeni, kripto paralara ilişkin yasal bir düzenlemenin henüz yapılmamış olmasıdır. 16.04.2021 tarihli ve 31456 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Ödemelerde Kripto Varlıkların Kullanılmamasına Dair Yönetmelik uyarınca, ödeme hizmetlerine aracılık eden kuruluşların, kripto varlıkların alım, satım, saklama, transfer veya ihraç hizmetlerine veya bu hizmetleri sunan platformlara aracılık etmemesi gerektiği düzenlenmiştir. Bu kapsamda, kripto para alım satım işlemlerine ilişkin sınırlayıcı olarak nitelendirilebilecek olan yönetmelik, şu an için Türk hukukunda kripto paralara dair çıkarılmış olan tek düzenlemedir. Durum böyle olunca, ilk dijital para arzı mekanizmasının kullanılması yoluyla sermaye ihtiyacının karşılanması Türk girişim şirketleri bakımından pek olası görünmemektedir.

Ne var ki konuya ilişkin olarak başka ülkelerin yaklaşımları da Türk hukuku ile paralellik göstermektedir. Örneğin, İngiltere'de Finansal Yönetim Kurumu,⁸⁴ 2017 yılında bir uyarı yayımlayarak ilk dijital para arzının risklerini belirtmiştir.⁸⁵

⁷⁹ Halka arz mekanizmasındaki izahnameye benzetilebilecek olan ve beyaz kâğıt, beyaz sayfa olarak da çevrilebilecek olan whitepaper, ilk dijital para arzı yapan girişim şirketinin yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla hazırladığı evraka verilen isimdir. Detaylı bilgi için bkz. Adam Hayes, "White Paper", Investopedia, 2021, <https://www.investopedia.com/terms/w/whitepaper.asp> (erişim tarihi 11.06.2021).

⁸⁰ Nevzat Tetik / Ahmet Öner, "Ülkemiz Girişimcileri İçin Yeni Bir Yatırım Desteği Modeli: Initial Coin Offering (ICO)", Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 1, Yıl: 2020, doi: 10.32951/mufider.635743 (erişim tarihi 10.06.2021), s. 17.

⁸¹ Doğa Şanlıoğlu, *Bir Kitleli Fonlama Türü Olarak ICO (Initial Coin Offering): Hukuksal Alt Yapı Açısından Bir Değerlendirme*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2019, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cHlfOSyBBhJllyXhOx7muQ&no=S-rbSwbaL0FYyvFSUSG8eA> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 40.

⁸² Türkiye Bilişim Vakfı, *Kriptopara ve ICO Raporu*, 2020, https://bctr.org/dokumanlar/Kriptopara_ve_ICO.pdf (erişim tarihi 11.06.2021).

⁸³ Aleksei Panin / Kai-Kristian Kemell / Veikko Hara, "Initial Coin Offering (ICO) as a Fundraising Strategy: A Multiple Case Study on Success Factors", Lecture Notes in Business Information Processing, S. Hyrynsalmi / M. Suoranta / A. Nguyen-Duc, / P. Tyrväinen / P. Abrahamsson, Software Business, Cilt: 370, Yıl: 2019, doi: https://doi.org/10.1007/978-3-030-33742-1_19 (erişim tarihi 08.06.2021), s. 240.

⁸⁴ İngilizce'de *Financial Conduct Authority* olarak kullanılmaktadır.

⁸⁵ Financial Conduct Authority, Consumer Warning About the Risks of Initial Coin Offerings, 2017, <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings> (erişim tarihi 12.06.2021).

Sayılan riskler arasında, regülasyonu olmayan bir alan olma, yatırımcı korumasına sahip olmama, fiyat dalgalanmaları, dolandırıcılık ihtimalinin yüksek olması, yetersiz dokümantasyon gibi hususlar bulunmaktadır.⁸⁶

Açıklanan nedenlerle, diğer fon mekanizmalarına kıyasla oldukça yeni tarihli olan ve yeni bir teknolojiyi baz alan bu fon kaynağının nasıl bir geleceği olduğunu, hukuk sistemlerinin yaklaşımları şekillendirecektir.

B. Bağış Bazlı Kitle Fonlaması

Bağış bazlı kitle fonlaması,⁸⁷ girişim şirketinin bir kitle fonlama platformunda yer alarak girişimine, karşılığında herhangi bir edim taahhüt etmeksizin fon toplaması olarak tanımlanabilecektir.⁸⁸

Mekanizma olarak, bağış bazlı kitle fonlaması, girişim şirketinin bir bağış bazlı kitle fonlama platformuna üye olarak bir proje oluşturmasıyla başlamaktadır. Bağış projesini başlatan girişim şirketi, kitle fonlama platformunca belirlenmiş olan sürede en başta hedeflenen fonu toplama gayretindedir. Belirlenen sürede, hedefe ulaşılmadığı takdirde, bazı kitle fonlama platformlarında, girişim şirketi, kitle fonlama platformunun ‘Ya Hep Ya Hiç’ politikası nedeniyle toplanan bağışın hiçbirini almaya hak kazanamazken, çoğunluk uygulaması, hedefe ulaşılmasa dahi toplanan kadarıyla paranın girişim şirketine aktarılması yönündedir.⁸⁹

Türk hukukunda bağış bazlı kitle fonlamalarına yönelik bir düzenleme yer almamakta, hatta Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği’nde bağış bazlı kitle fonlamasının tebliğ kapsamında yer almadığı açıkça vurgulanmaktadır.^{90,91} Ne var ki yatırımcı ve girişim şirketi/girişimci arasındaki ilişkinin, Türk Borçlar Kanunu’nun⁹² (TBK) bağışlama sözleşmesine ilişkin hususları düzenleyen 285.

⁸⁶ Financial Conduct Authority.

⁸⁷ İngilizce’de *donation-based crowdfunding* olarak kullanılmaktadır.

⁸⁸ Mónica Kuti / Gábor Madarász, “Crowdfunding”, Public Finance Quarterly, Cilt: 59, Sayı: 3, Yıl: 2014, Budapeşte, <https://www.proquest.com/docview/1961508065?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true> (erişim tarihi 07.06.2021), s. 357.

⁸⁹ Douglas J. Cumming / Sofia A. Johan, “Crowdfunding Models: Keep It All Versus All Or Nothing”, Crowdfunding, Douglas J. Cumming / Sofia A. Johan, Academic Press, 2020, <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-814637-8.00005-6> (erişim tarihi 23.06.2021), s. 100.

⁹⁰ III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği’nin 2. maddesinin 2. fıkrası “Herhangi bir pay karşılığı olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla ödül veya bağış karşılığında fon toplanması faaliyetleri bu Tebliğ hükümlerine tabi değildir.” şeklinde bir hükümlerle bu tür kitle fonlamalarını kapsam dışı bırakmaktadır.

⁹¹ Belirtilmelidir ki karşılıksız bir kazandırmaya ilişkin olduğu için bağış bazlı kitle fonlaması, kitle fonlaması türlerinden hukuki düzenlemeye en az ihtiyaç duyanıdır. Detaylı bilgi için bkz. Emre Sakızlı, “Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlesel Fonlama”, İktisadi Kalkınma Vakfı, Yıl: 2018, <https://www.ikv.org.tr> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 11.

⁹² 04/02/2011 T. ve 27836 S. RG.’de yayımlanarak yürürlüğe giren 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu.

madde ve devamı hükümlerine göre yönetilebileceğini söylemek mümkün olacaktır.⁹³ Buna göre, yatırımcının bağışlama ehliyetinin olması için fiil ehliyetine sahip bir kişi olması;⁹⁴ girişim şirketinin ise bağışlanana kabul etme ehliyetinin olması için fiil ehliyetine sahip olması,⁹⁵ bir başka ifadeyle girişim şirketinin yetkili organının bağışlamayı kabul etmesi gerekmektedir.

Bağış bazlı kitle fonlaması, girişim şirketinin yüksek miktarlarda fon elde etmesi için uygun bir yöntem olmayıp, daha ziyade küçük ölçekli finansman sağlayan bir mekanizmadır.⁹⁶ Ancak bu mekanizmanın karşılıksız kazandırmaya dayanıyor olması, girişim şirketinin fon karşılığında hiçbir maliyeti olmadığı anlamına geldiğinden bazı durumlarda girişim şirketi için ilk tercih edilebilecek fon mekanizmalarından biri olabilecektir.

C. Ödül Bazlı Kitle Fonlaması

Ödül bazlı kitle fonlaması,⁹⁷ kitle fonlama platformları aracılığıyla girişim şirketlerinin önceden hedefledikleri fon tutarına, belirlenen sürede ulaşmaları gereken ve yatırımcıların destekleri karşılığında yatırımcılara ödül vaadinde bulunan bir kitle fonlama türüdür.⁹⁸

Bir girişim şirketi, ödül bazlı kitle fonlamasına imkân tanıyan kitle fonlama platformlarından birine üye olarak, projesi için bir sayfa oluşturmakta ve bir hedef fon belirlemektedir.⁹⁹ Daha sonra, platformun belirlediği süre boyunca girişim şirketi, yatırımcılardan fon toplamaktadır.¹⁰⁰ Fonlamanın başlamasından önce girişim şirketi, yapılacak fonlamaların karşılığında hangi ödüllerin verileceğini

⁹³ Bağış bazlı kitle fonlamasına ilişkin özel bir düzenleme bulunmuyor olması yatırımcı açısından fazla risk teşkil eden bir durum değildir (Detaylı okuma için bkz. Sakızlı, s. 11). Zira kanaatimizce, yatırımcıya vaadedilen herhangi bir karşılık olmaması itibarıyla, yatırımcının herhangi bir kazanç beklentisi de bulunmamaktadır.

⁹⁴ TBK m.286: “Fiil ehliyetine sahip olan herkes, eşler arasındaki mal rejiminden veya miras hukukundan doğan sınırlamalar saklı kalmak üzere, bağışlama yapabilir.”

⁹⁵ TBK m.287: “Fiil ehliyeti bulunmayan kişi ayırt etme gücüne sahipse, bağışlamayı kabul edebilir.”

⁹⁶ İstatistiklere göre, bağış bazlı kitle fonlama ile 1.000 Amerikan Doları ile 10.000 Amerikan Doları arasında nakdi sermaye elde edilebilmektedir. Detaylı okuma için bkz. Samit Patel, *How Much Can You Actually Raise Through Crowd-Funding?*, 2019, <https://www.quora.com/How-much-can-you-actually-raise-through-crowd-funding> (erişim tarihi 05.06.2021).

⁹⁷ İngilizce’de *reward-based crowdfunding* olarak kullanılmaktadır.

⁹⁸ Betül Açıköz / Yıldız Ayanoglu / Serap S. Yanık, “Muhasebe Bakış Açısından Bağış (Yardım) ve Ödüle Dayalı Kitle Fonlama”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 86, Yıl: 2020, doi: 10.25095/mufad.710215 (erişim tarihi 12.06.2021), s. 60.

⁹⁹ European Commission, *Rewards-Based Crowdfunding*, n.d., https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/how-to/rewards_en (erişim tarihi 23.06.2021).

¹⁰⁰ European Commission, https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/how-to/rewards_en.

belirlemekte ve yatırımcılara bu ödülleri taahhüt etmektedir.¹⁰¹ Belirlenmiş olan süre sonunda girişim şirketinin hedeflediği fonu toplaması halinde, toplanan fon girişim şirketinin olmakta, aksi halde, fon yatırımcılara iade edilmekte ve girişim şirketi ödül taahhüdünden kurtulmaktadır.¹⁰² Bu yaklaşımla, hedeflenen fona ulaşılamamasının TBK kapsamında bozucu şart olarak değerlendirilmesi gerektiği söylenebilecektir.¹⁰³

Türk hukukuna bakıldığında, ödül bazlı kitle fonlaması, bağış bazlı kitle fonlamasında olduğu gibi Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nden hariç tutulmakta,¹⁰⁴ dolayısıyla herhangi bir hukuki düzenlemeye tabi kılınmamaktadır. Bunun sonucu olarak olası bir hukuki uyumsuzluk durumunda doğrudan baş vurulabilecek bir mevzuat bulunmamaktadır. Bağış bazlı kitle fonlamadan fazla olmasına¹⁰⁵ karşın yine de çok yüksek getiri sağlayan bir fon mekanizması olmakla¹⁰⁶ birlikte, yatırımcılara bir ödül taahhüt edilmesi itibarıyla, yatırımcıların güvenliği açısından bir mevzuata dahil edilmesi faydalı olacaktır.

¹⁰¹ European Commission, https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/how-to/rewards_en.

¹⁰² European Commission, https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/how-to/rewards_en.

¹⁰³ Bozucu şart, TBK m.173'te, "sona ermesi önceden gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olguya bırakılan sözleşme, bozucu koşula bağlanmış olur." şeklinde düzenlenmektedir. Belirtilen bu çıkarım kanuni tanıma dayanılarak yapılmaktadır. Zira, hedeflenen fona ulaşıp ulaşılamayacağı TBK'daki ifadeye uygun olarak 'önceden gerçekleşip gerçekleşmeyeceği bilinmeyen bir olgu' olup hedeflenen fona ulaşılamaması haline girişim şirketi ile kitle fonlama platformu arasındaki sözleşme sona ermektedir.

¹⁰⁴ III-35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği'nin 2. maddesinin 2. fıkrası "*Herhangi bir pay karşılığı olmaksızın kitle fonlama platformları aracılığıyla ödül veya bağış karşılığında fon toplanması faaliyetleri bu Tebliğ hükümlerine tabi değildir.*" şeklinde bir hükümlerle bu tür kitle fonlamalarını kapsam dışı bırakmaktadır.

¹⁰⁵ Aslı Vural, *Girişimciler İçin Yeni Nesil Bir Finansman Modeli "Kitle Fonlaması - Crowdfunding": Dünya ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme ve Model Önerisi*, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2019, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=mp6leNtom28Z9Yrts89bIg&no=7iDczavSLcejNTgTUM9R7w> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 62.

¹⁰⁶ Kitle fonlama platformlarından alınan verilere göre, örneğin Fongogo platformunda 2018 yılında, 293 projenin 125'i başarılı olmuş ve toplamda 2.080.424,00 TL fon toplanmıştır. Toplanan fonlardan en yükseği 51.490,00 TL'dir. Bir başka örnek olarak, yine 2018 yılında CrowdfON üzerinden toplamda 84.221,00 TL toplandığını ve en yüksek getirinin girişim şirketi başına 41.236,00 TL olduğu söylenebilecektir (Detaylı inceleme için bkz. Vural, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=mp6leNtom28Z9Yrts89bIg&no=7iDczavSLcejNTgTUM9R7w>, s. 156).

D. Borç Bazlı Kitle Fonlaması

Yatırımcıların, sabit bir faiz getirisiyle girişim şirketine borç verdiği kitle fonlama türü olarak tanımlanabilecek¹⁰⁷ borç bazlı kitle fonlaması,¹⁰⁸ 25.02.2020 T. ve 31050 S. RG.'de yayımlanarak yürürlüğe giren 7222 S. Bankacılık Kanunu ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile birlikte Sermaye Piyasası Kanunu'nun 35/A maddesine dahil edilmiş olmakla birlikte henüz ikincil düzenleme Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılmamıştır. Borç bazlı kitle fonlaması modelini kullanarak fon toplayan girişim şirketleri, banka kredilerinin ölçütlerine uymaksızın finansman elde edebilmektedir.¹⁰⁹ Üstelik, 2020 verilerine göre global düzlemde borç bazlı kitle fonlaması ile toplanan toplam fonun 25 milyar dolar¹¹⁰ ve tüm kitle fonlama türleri ile toplanan fon miktarının 34 milyar dolar olduğu¹¹¹ göz önünde bulundurulduğunda, kitle fonlama türlerinden girişim şirketleri için en fazla sermaye getiren kitle fonlama türünün borç bazlı kitle fonlaması olduğunu söylemek mümkün olacaktır.

Türkiye'deki girişim şirketlerinin borç bazlı kitle fonlama mekanizmasını kullanarak finansman elde etmesinin, çıkarılacak olan tebliğ sonrasında hızlanacağını ve borç bazlı kitle fonlamasının prosedür olarak da kolay olması halinde en çok kullanılan fon mekanizmalarından biri olacağını söylemek yerinde olacaktır. Ancak öncelikle, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu'nun¹¹² borç bazlı kitle fonlamasının uygulamasına elverişli hale getirilmesi gerekmektedir.¹¹³

III. TARAFLARIN HİSSE ALIP ALMAMADA SEÇİMLİK HAKKI OLAN MEKANİZMALAR

Çalışmanın bu son ve üçüncü bölümünde, yatırımcıya verilecek karşı edimin hisse veya faiz getirisi olması konusunda yatırımcının yahut girişim şirketinin/girişimcinin seçicilik hakkı olan fon mekanizmalarına yer verilecektir.

¹⁰⁷ Nuray Atsan / Eda Oruç Erdoğan, “Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitleli Fonlama (Crowdfunding)”. Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Sayı: 10(1), Yıl: 2015, <https://dergipark.org.tr/en/pub/oguiibf/issue/56487/785420> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 298.

¹⁰⁸ İngilizce'de *debt-based crowdfunding* olarak kullanılmaktadır.

¹⁰⁹ Mustafa Ergen, *Girişimci Kapital: Silikon Vadisi Tarihi ve Startup Ekonomisi*, İstanbul, Alfa Yayınları, 2018, s. 388. (Aktaran: Şanlıoğlu, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cHlfOSyBBhJllyXhOx7muQ&no=SrbSwbaLOFYyvFSUSG8eA>, s. 18).

¹¹⁰ Fundly, *Crowdfunding Statistics*, 2020, <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/#general> (erişim tarihi 10.06.2021).

¹¹¹ Fundly, <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/#general>.

¹¹² 01.11.2005 T. ve 25983 S. RG.'de yayımlanarak yürürlüğe giren 5411 sayılı Bankacılık Kanunu, nakit borç verme konusunda yalnızca bankaların yetkili olduğunu belirtmektedir.

¹¹³ Vural, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=mp6leNtom28Z9Yrts89bIg&no=7iDczavSLcejNTgTUM9R7w>, s. 168.

A. Convertible Note

Convertible note,¹¹⁴ yapılan belirli tutarda yatırımı ileri bir tarihte hisseye dönüştürme veya borcun iadesi kapsamında geri alma imkânı veren bir yatırım enstrümanı ve esasen kısa vadeli bir borçlanma aracıdır.¹¹⁵ Bir borçlanma aracı olmasının yanında esasen “de facto olarak bir yatırım türü” olduğu söylenmektedir.¹¹⁶ Temel amacı, değerlendirme sürecinin ve hisse müzakeresinin ortadan kaldırılması ve yatırımın bir an önce şirkete enjekte edilmesini sağlamaktır. *Convertible note* sahipleri, *convertible note*’un vadesine kadar girişim şirketine yaptıkları yatırımın hisseye dönüştürülmesini beklemekle yükümlüdür, vade dolduğu halde yatırımın hisseye dönüştürülmediği hallerde ise yapılan yatırımı belirlenen faizi ile birlikte geri isteme hakkına sahiptirler.¹¹⁷

Türk hukuku bakımından *convertible note*’un paya dönüştürülebilir tahvil ile oldukça benzer olduğunu söylemek hatalı olmayacaktır.¹¹⁸ VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği’nin¹¹⁹ (VII-128.8 sayılı Tebliğ) 3. maddesi uyarınca¹²⁰ bir borçlanma aracı olarak nitelendirilen paya dönüştürülebilir tahviller, yine aynı tebliğin 3. maddesinin I bendinde “ihraççı ortaklığın sermaye artırımını suretiyle çıkaracağı paylara veya izahnamede veya ihraç belgesinde belirtilen esaslar

¹¹⁴ Resmi bir Türkçe çevirisi bulunmamaktadır. Fakat en yaygın çevirisi, Paya Dönüştürülebilir Borç’tur (Detaylı okuma için bkz. Melih Aksan, *Girişim Sermayesi Hukuku 104: Paya Dönüştürülebilir Borç Yöntemi ile Yatırım ve Yüksek Çözünürlüklü Yatırım*, 2018, <https://medium.com/@melih.a/girisim-sermayesi-hukuku-104-paya-donusturulebilir-borcu-yontemi-ile-yatirim-ve-yuksek-8ff067b495c>) (erişim tarihi 10.06.2021).

¹¹⁵ Amerikan Hukuku’nda Securities Exchange Act of 1934 yasası altında düzenlenmekte ve bir sermaye piyasası aracı niteliği taşımaktadır (bkz. Elçin Karatay, *Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE’lerin Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul 2019, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cCqe3mMwZgY1ZAuzBiOaYA&no=ExDtfSSeI24-TNjhQ-dcaw>) (erişim tarihi 10.06.2021), s. 90.

¹¹⁶ Susan J. Chaplinsky / Joseph M. Becker, “*Convertible Notes: A Form of Early-Stage Financing*”, University of Virginia Darden Business Publishing, Sayı: UVA-F-1925, Yıl: 2019, <https://ssrn.com/abstract=3682592> (erişim tarihi 10.06.2021), s. 1.

¹¹⁷ J. Brad Bernthal, “*The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology*”, Brigham Young University Law Review, Yıl: 2018, <https://scholar.law.colorado.edu/articles/1215/> (erişim tarihi 11.06.2021), s. 803.

¹¹⁸ Karatay, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cCqe3mMwZgY1ZAuzBiOaYA&no=ExDtfSSeI24-TNjhQ-dcaw>, s. 87.

¹¹⁹ 07/06/2013 S. ve 2860 T. RG.’de yayımlanarak yürürlüğe giren VII-128.8 sayılı Borçlanma Araçları Tebliği.

¹²⁰ Borçlanma Araçları Tebliği m.3/c: “*Borçlanma araçları, ihraççıların bu Tebliğ hükümlerine göre borçlu sıfatıyla düzenleyerek ihraç ettikleri tahvilleri, paya dönüştürülebilir tahvilleri, değiştirilebilir tahvilleri, finansman bonolarını, kıymetli maden bonolarını ve bu Tebliğin 34’üncü maddesi çerçevesinde niteliği itibari ile borçlanma aracı olduğu Kurulca kabul edilecek sermaye piyasası araçlarını*” ifade eder.

çerçevesinde temin edilen ihraççı paylarına dönüştürme hakkı veren borçlanma aracı” olarak tanımlanmaktadır.¹²¹ VII-128.8 sayılı Tebliğ’in 4. maddesi uyarınca, borçlanma araçları, “yurt içinde halka arz edilerek veya halka arz edilmeksizin ya da yurt dışında satılmak üzere ihraç edilebilmektedir.” Ancak, aynı maddenin devamında, yurt içinde halka arz edilmeksizin yapılacak satışların nitelikli yatırımcıya satış veya birim nominal değeri asgari 100.000 TL olmak kaydıyla tahsisli satış şeklinde yapılması gerektiği belirtilmektedir. Girişim şirketlerinin halka arz edilmeksizin çıkarmak isteyebilecekleri paya dönüştürülebilir tahviller için bu hükümlere dikkat etmesi gerektiğinin altını çizmek yerinde olacaktır. Yine VII-128.8 sayılı Tebliğ’in 5. madde ve devamı hükümlerine göre, borçlanma aracı çıkarma kararının, ihraççının genel kurulu tarafından veya genel kurulu yahut esas sözleşme ile yetkilendirilmiş yönetim kurulu tarafından alınması ve sonrasında da Sermaye Piyasası Kurulu’na başvurulması gerekmektedir. Paya dönüştürülebilir tahvillerin vadesinin 365 günden az olamayacağı (VII-128.8 sayılı Tebliğ m.17/1), dönüştürme giderlerinin tamamının ihraççıya ait olduğu (VII-128.8 sayılı Tebliğ m.17/4), dönüştürme hakkını kullanmayan paya dönüştürülebilir tahvil sahiplerine ise anapara ve işlemiş faiz ödenmesi gerektiği (VII-128.8 sayılı Tebliğ m.17/7) de VII-128.8 sayılı Tebliğ’de yer alan düzenlemeler arasındadır.

Yukarıda paya dönüştürülebilir tahville ilişkin verilen bilgiler ışığında söylenebilir ki, bir girişim şirketinin Türk hukuku kapsamında paya dönüştürülebilir tahvil kullanması, zaman ve maliyet açısından zor ve girişim şirketlerinin karakteri ile uygun düşmeyen bir seçenektir.¹²² Bu açıdan bakıldığında, Amerika’da bulunan girişim şirketleri arasında *convertible note* kullanımının Türkiye’den yaygın olması, Amerikan hukukunun bu konuya ilişkin yaklaşımının girişim şirketi dinamiklerine uygun ve elverişli olması ile açıklanabilecektir.

B. Keep It Simple Security (K.I.S.S.)

*Keep It Simple Security*¹²³ (K.I.S.S.), en yalın anlatımla girişim şirketi ile bir yatırımcı arasında yapılan ve yatırımcının girişim şirketine yaptığı yatırımın karşılığı olarak hisse veya faiz getirisi alabildiği bir anlaşmadır.¹²⁴ *Convertible note*’un ihtiyaca göre şekillendirilmiş ve hız kazandırılmış hali olan K.I.S.S.,¹²⁵ geleneksel

¹²¹ Bu çalışmanın doğrudan konusu olmadığı için, bu bölümde paya dayalı tahvillere ilişkin genel bir bilgilendirme yapılacaktır. Daha fazlası için bkz. VII-128.8 sayılı Tebliğ.

¹²² Karatay, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cCqe3mMwZgYIZAuzBiOaYA&no=ExDtfSSel24-TNjhQ-dcaw>, s. 88.

¹²³ Resmi bir Türkçe çevirisi bulunmamaktadır.

¹²⁴ Nick Scannavino, *Introduction to Keep It Simple Security*, 2018, <https://medium.com/law-decrypted/introduction-to-keep-it-simple-security-kiss-38716794a3b1> (erişim tarihi 23.06.2021).

¹²⁵ Jeffrey Briggs, *For Founders Raising Capital: Thinking Through the Implications of Convertible Notes*, 2018, <https://www.toptal.com/finance/startup-funding-consultants/convertible-note> (erişim tarihi 23.06.2021).

erken aşama yatırım süreçlerini kısaltan ve hem yatırımcıya hem de girişim şirketlerine zaman kazandıran bir araç ve yatırımcı ve girişim şirketi arasındaki dengenin sağlanması için iki tarafın da ihtiyaçlarını karşılayan bir yatırım sözleşmesidir.¹²⁶

Küçük-orta ölçekli internet girişimlerine odaklanan, erken aşama tohum fonu ve kuluçka merkezi olan 500 Startups, özellikle erken aşama yatırımlar için oluşan hukuki masrafları ve girişim şirketleri ile yatırımcıların yaşadıkları zaman kaybını azaltmak amacıyla 2014 yılında K.I.S.S. yasal dokümanını geliştirmiş¹²⁷ ve onları herkesçe erişilebilir hale getirmiştir.¹²⁸

Hem yatırımcıların hem de girişim şirketlerinin menfaatlerine göre taslak hale getirilmiş iki tür K.I.S.S. sözleşmesinden bahsedilmesi mümkün olmaktadır. Bunlardan ilki olan K.I.S.S. Borç Versiyonu'nda¹²⁹ değerlendirme sınırı¹³⁰ ve indirim¹³¹ bulunabilmekte ayrıca borç olarak tanımlanan yatırım için bir vade süresi ve vade süresi geldiğinde yapılan yatırımın (faiz ile veya faizsiz olarak) geri ödenmesi kararlaştırılabilmektedir. Bu versiyonda, taraflardan birine yatırımın hisseye mi dönüştürüleceği yoksa geri ödeme mi yapılacağı konusunda seçimlik hak tanınmaktadır.

K.I.S.S.'in diğer bir türü olan K.I.S.S. Hisse Senedi Versiyonu'nda¹³² de değerlendirme sınırı ve indirim bulunabilmekte ancak bu versiyonda yapılan yatırımın kesin olarak hisse senedine dönüşeceği kararlaştırıldığı için bu sözleşmeler geri ödeme ve faiz özelliklerini içermemektedir.

K.I.S.S.'in avantajlarını ve dezavantajlarını incelerken girişim şirketleri açısından ve yatırımcılar açısından ayırım yapmak gerekmektedir. Ancak iki tarafı da K.I.S.S. gibi bir sözleşmeyi yapmaya iten ortak bir fayda, K.I.S.S.'in özellikle erken aşama yatırım süreçlerini kısaltan ve önceden hazırlanmış matbu bir evrak olmasından kaynaklanan hukuki masrafları azaltan yapısıdır.¹³³

¹²⁶ Scannavino, <https://medium.com/law-decrypted/introduction-to-keep-it-simple-security-kiss-38716794a3b1>.

¹²⁷ Eqvista, “*KISS or Keep It Simple Security Convertible Note Calculator*”, 2020, <https://eqvista.com/kiss-or-keep-it-simple-security-convertible-note-calculator/> (erişim tarihi 10.06.2021).

¹²⁸ K.I.S.S. sözleşmelerine <https://500startups.app.box.com/s/8ybx9y3bhk4mte50v7kvehttps://500startups.app.box.com/s/wxkh7gqyqsfmoxixk7vm> linklerinden erişilebilmesi mümkündür.

¹²⁹ İngilizce’de *K.I.S.S. debt version* olarak kullanılmaktadır.

¹³⁰ İngilizce’de *valuation cap* olarak kullanılmaktadır. Anlamı, girişim şirketinin bir sonraki yatırım turunda ulaşacağı düşünülen en fazla değerlendirme tutarıdır. Girişim şirketinin bu değerlendirme tutarını aşması halinde de bu sınır değer üzerinden hesaplamalar yapılmaktadır. Bölümün devamında detaylıca incelenmektedir.

¹³¹ İngilizce’de *discount* olarak kullanılmaktadır. Anlamı, yatırımcının girişim şirketinin hisselerini alırken mevcut değerlemeden düşük bir değerlemeyle daha çok hisse satın almış olmasıdır. Şirketin değerlemesinde yapılan indirim kastedilmektedir. Bölümün devamında detaylıca incelenmektedir.

¹³² İngilizce’de *K.I.S.S equity version* olarak kullanılmaktadır.

¹³³ Eqvista, <https://eqvista.com/kiss-or-keep-it-simple-security-convertible-note-calculator/>.

Girişim şirketleri açısından bakılacak olursa başlangıçta hisse oranlarını da koruyarak şirkete para akışını sağlamak ve gelen bu yatırımı işleri geliştirmek için kullanmak en büyük avantajlardan biri olarak görünmektedir. Ayrıca aldıkları bu yatırım karşısında şirket hisselerini yatırımcıya vermedikleri için şirketin kontrolü de kendilerinde olmakta ve alınacak kararlara -en azından başlangıç aşamasında- yatırımcı müdahale etmemektedir. Tahmin edilebileceği gibi bu durum K.I.S.S. ile yatırım yapan yatırımcıların başlıca çekinceleri arasında yer almaktadır.

Yatırımcı açısından da şirkete en başta ortak olmamanın henüz gidişatı konusunda fikir sahibi olmadığı bir şirketten hisse sahibi olmamak ve şirketin durumuna göre hisse alma hakkına sahip olmak gibi önemli bir avantajı bulunmaktadır.¹³⁴ K.I.S.S.'in yatırımcı açısından çözüm sunduğu önemli bir diğer konu da girişim şirketinin tahmin edilenden fazla değer kazanması ya da öngörülen değerlemenin altında kalması durumunda yatırımcının nasıl korunacağıdır. K.I.S.S. sözleşmelerinde bunun sağlanabilmesi için sözleşmelerde farklı seçenekler sunulmaktadır. Bu seçeneklerden ilki olan değerlendirme sınırı olarak Türkçeye çevirebileceğimiz seçenek K.I.S.S.'in her iki tür sözleşmesinde de bulundurulabilecek özelliklerden biri olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu özellik ile yatırımcılar, şirketin tahmin edilenin çok üzerinde bir değer artışı ile başka bir yatırım alması durumunda; yaptıkları yatırımın erimesinin önüne geçebilmektedir. Yatırımcı ile ortaklaşa bir şekilde belirlenen bu değerlendirme sınırı¹³⁵ şirketlerin bir sonraki turlar için kendilerine bir değer belirlemelerine de yardımcı olmaktadır.

Değerleme sınırı ile birlikte genellikle sözleşmelerde bulunan bir diğer özellik de indirim (*discount*) olarak adlandırılan durumdur. Bu özellik K.I.S.S. ile yatırım yapan yatırımcıların bir sonraki turda gerçek değer artışı üzerinden değil indirimli değer artışı üzerinden yatırımlarını hisseye dönüştürmelerine olanak sağlar.¹³⁶ Bu özellik de şirketin olağan dışı değer artışının yatırımcının K.I.S.S. ile yaptığı yatırımın erimesinin önüne geçmek içindir.

¹³⁴ Amit Singh, SAFE to KISS: The Next Generation of Startup Financing, 2019, <https://www.startupblog.com/safe-to-kiss-the-next-generation-of-startup-financing/> (erişim tarihi 23.06.2021).

¹³⁵ “Paya dönüşüm oranının hesaplanması için kullanılan ve dönüşüme konu pay bedeli hesaplanırken ilgili yatırım tavanının kullanılması ile yatırımcının beklentisinin üzerinde bir değerlendirme alan ortaklıktan pay edinmesindeki maddi menfaatin azalmasını engelleyen hesaplama vasıtası bir fiktif tutar” olarak tanımlanmaktadır (bkz. Karatay, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cCqe3mMwZgY1ZAuzBiOaYA&no=ExDtfSSeI24-TNjhQ-dcaw>, s. 43).

¹³⁶ Eqvista, <https://eqvista.com/kiss-or-keep-it-simple-security-convertible-note-calculator/>.

C. Simple Agreement for Future Equity (S.A.F.E.)

*Simple Agreement for Future Equity*¹³⁷ (S.A.F.E.), yatırımcı ile girişimci/girişim şirketi arasında akdedilen ve girişim şirketine yapılan nakit yatırımın karşılığının gelecekte bir tetikleyici olay¹³⁸ yaşanması halinde girişim şirketinden hisse verilmesi yoluyla alındığı bir sözleşme olup¹³⁹ YC kısaltmasıyla da tanınan dünyaca ünlü girişim hızlandırma programı Y Combinator tarafından 2013 yılının sonlarında, *Convertible note*'a alternatif olarak tasarlanmıştır.¹⁴⁰

S.A.F.E., Amerikan hukuku temelli¹⁴¹ bir sözleşme olduğundan Türk hukukunda bir karşılığını bulmak oldukça güçtür. Hukuki nitelik bakımından bakıldığında S.A.F.E., *convertible note* türü bir kıymetli evrak olmadığı gibi bir borç senedi de değildir.¹⁴² Bu nevi şahsına münhasırlığı da gerek yatırımcı gerek de girişimci açısından farklı avantaj ve dezavantajlar ortaya çıkarmaktadır. Bu avantaj ve dezavantajlara değinmeden evvel farklı S.A.F.E. türlerine değinmek faydalı olacaktır.

Temel olarak 4 farklı tür S.A.F.E. vardır. Bunlar:

Orijinal İsmi	Türkçe Çevirisi
<i>Valuation Cap, No Discount</i>	(Değerleme Sınırı Var, İndirim Yok)
<i>Discount, No Valuation Cap</i>	(Değerleme Sınırı Yok, İndirim Var)
<i>Valuation Cap and Discount</i>	(Değerleme Sınırı Var, İndirim Var)
<i>MFN (Most Favored Nation) No Valuation Cap, No Discount</i>	(En Çok Gözetilen Ulus Kaydı ile Birlikte Değerleme Sınırı Yok, İndirim Yok)

Tablo 1: S.A.F.E. Türleri

Tablo 1’de sayılan S.A.F.E. türlerinden en sık karşılaşılan; değerlendirme sınırının olduğu ancak indirimin olmadığı, bir başka ifadeyle “*Valuation Cap, No Discount*” olarak adlandırılan türdür. Bu türlerin ne olduğunun anlaşılabilmesi

¹³⁷ Resmi bir Türkçe çevirisi bulunmamaktadır. Ancak Gelecekteki Paya Dayalı Finansman için Yalın Sözleşme çevirisiyle kullanılmaktadır (Detaylı okuma için bkz. Karatay, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cCqe3mMwZgYIZAUzBiOaYA&no=ExDtfSSeI24-TNjhQ-dcaw>, s. 43).

¹³⁸ İngilizce’de *trigger event* kavramı ile kullanılmaktadır. Tetikleyici olaya örnek olarak şirketin halka açılması, yatırım alması, birleşme ve devralma durumları sayılabilmektedir.

¹³⁹ Mohsen Parsa, Inc., “What Startups Need to Know About Simple Agreement for Future Equity (SAFE)”, n.d. <https://www.parsalaw.com/what-startups-should-know-about-simple-agreement-for-future-equity> (erişim tarihi 10.06.2021).

¹⁴⁰ S.A.F.E. sözleşme taslakları <https://www.ycombinator.com/documents/> üzerinden erişime açıktır.

¹⁴¹ Amerikan hukukunda Securities Exchange Act of 1934 yasası altında düzenlenmektedir.

¹⁴² Jill McKnight, *The Simple Agreement for Future Equity: a SAFE Way of Raising Capital*, 2020, <https://legalvision.com.au/simple-agreement-for-future-equity-a-safe-way-of-raising-capital/> (erişim tarihi 12.06.2021).

için ‘sınırlama’ ve ‘indirim’ kavramlarının açıklanması gerekmektedir. Sınırlama belirlenen S.A.F.E. türlerinde, girişim şirketinin değerlemesinin en fazla olabileceği sınır kararlaştırılmakta ve şirketin değerlemesi bu sınırın üzerinde dahi kalsa, yatırımcı yatırımını bu sınır üzerinden hisseye çevirmekte, böylece yatırımının öngörülemeyen miktarlarda erimesinin önüne geçilmektedir.¹⁴³ İndirim belirlenen S.A.F.E. sözleşmelerinde ise, yatırımcının mevcut şirket değerlemesi üzerinden değil, belirlenen indirim uygulanarak hesaplanan değer üzerinden hisse alması söz konusu olmaktadır.¹⁴⁴ Görülebileceği gibi, indirim ve değerlendirme sınırının birlikte bulunduğu bir S.A.F.E. kurgulanabileceği gibi, birinin mevcut olup diğerinin olmadığı S.A.F.E. sözleşmeleri hazırlamak da mümkündür. Ne sınırlamanın ne indirimin olduğu ve yalnızca ‘en çok gözetilen ulus kaydı’na yer verilen S.A.F.E. sözleşmelerinde ise, yatırımcı, ilerideki yatırım turlarındaki diğer yatırımcılara sağlanan en iyi haklara sahip olmaktadır.¹⁴⁵

Son olarak S.A.F.E.’in avantaj ve dezavantajlarından bahsedilecek olursa, yatırımcı ve girişimci açısından şöyle bir değerlendirme yapılması yerine olacaktır:

S.A.F.E. imzalamak maliyet olarak üzerinde uzun müzakereler gerçekleştirilen sözleşmelere göre nispeten ucuz olduğundan, sözleşmenin maliyetine katlanacak olan taraf için bir avantaj olarak görülmektedir. Girişim şirketi bakımından söylenebilecek bir avantaj, S.A.F.E. sözleşmesinin bir vadesi olmaması ve tetikleyici olay gerçekleşene kadar yürürlükte kalmasıdır. Böylece, girişim şirketi bir vade baskısı altına girmemektedir.¹⁴⁶ İlâveten, henüz hisse vermeksizin yatırım alan girişim şirketi, kararlarını bir yatırımcıya sormak zorunda kalmaksızın uygulamakta ve büyüme için gereken adımları atmaktadır.

Yatırımcı açısından avantajı, yatırımcının henüz değerlemesi belli olmayan bir şirketten düşük değerlendirme ile hisse almaktansa, o şirkete yaptığı ön yatırım ile şirketi güçlü bir değerlemeye taşıyarak indirimli olarak hisse alıyor olmasıdır.¹⁴⁷ Ek olarak, S.A.F.E. sözleşmesine eklenen bir hükümle, girişim şirketinin tasfiyesi/iffası halinde, yatırımcının yatırımını öncelikle nakit olarak alabileceği kararlaştırılabilmekte ve böylece yatırımcı öngörülmeleyen kötü bir duruma karşı da korunmuş olmaktadır.¹⁴⁸

¹⁴³ Michael Reid / Morgan McDonald / Becky Rock, *Demystifying SAFEs: The good, the bad, and the ugly*, 2020, <https://www.dlapiper.com/en/canada/insights/publications/2020/07/demystifying-safes/> (erişim tarihi 11.06.2021).

¹⁴⁴ Reid / McDonald / Rock.

¹⁴⁵ PWC, *Look Carefully Before Choosing “Simple” Venture Financing Alternatives*, n.d. <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/venture-financing.html> (erişim tarihi 10.06.2021).

¹⁴⁶ PWC, <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/venture-financing.html>.

¹⁴⁷ Singh, <https://www.startupblog.com/safe-to-kiss-the-next-generation-of-startup-financing/>.

¹⁴⁸ Singh, <https://www.startupblog.com/safe-to-kiss-the-next-generation-of-startup-financing/>.

SONUÇ

Girişim şirketlerinin nakit finansman ihtiyacını gidermek için kullanabilecekleri birçok dış finansman kaynağı olduğunu söylemek mümkündür. Bu finansman kaynakları, bir başka ifade ile fon mekanizmaları, çeşitli ölçütlere göre birbirlerinden farklılık göstermektedir. Ne var ki, bunların karşılaştırılması için kullanılması gereken girişim şirketi açısından doğurduğu sonuca göre en önemli ölçüt, kullanılan fon mekanizmasında yatırımcıya girişim şirketinden hisse verilip verilmediğidir.

Yatırımcının girişim şirketinde hissedar sıfatını kazandığı başlıca fon mekanizmaları, bireysel katılım yatırımcılığı veya daha yaygın kullanılan ismiyle melek yatırım, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları/fonları, paya dayalı kitle fonlaması ve halka arzdır. Bu dört fon mekanizması kendi içerisinde öncelikle yatırım öncesinde yatırımcıların kimliklerinin belirli olup olmamasına göre ikiye ayrılacaktır. Böyle bir ayrımın sağlayacağı yarar, fon mekanizmasını tercih ederken yatırımcının kimliğine bağlı bir yan hak beklentisine girilip girilemeyeceğinin ölçülmesidir. Bireysel katılım yatırımcılığı ve girişim sermayesi yatırım ortaklığında, yatırım için müzakere edilen kişi veya kişiler girişim şirketinin bilgisi dahilindedir. Böylece yatırımcı, yatırımın eksi ve artılarını değerlendirirken bunu da göz önünde tutabilmektedir.

Bireysel katılım yatırımcılığı, Türk hukukunda bir yönetmelik ile düzenlenmiş olup, yatırımcı yatırımın karşılığında yatırım tutarının bir kısmını gelir vergisinden indirebilmektedir. Girişim şirketi açısından bu fon mekanizmasının başlıca faydası, yatırımcının aynı zamanda know-how ve network imkanlarını da vadediyor olmasıdır.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları veya onların tüzel kişiliği haiz olmayan versiyonları olan girişim sermayesi yatırım fonları, Sermaye Piyasası Kanunu kapsamında çıkarılan tebliğle ile Türk hukukunda düzenlenmektedir. Bireysel katılım yatırımcılığına kıyasla, daha fazla nakdi getiri sağlayabilecek olan girişim sermayesi yatırım ortaklıkları/fonları, bireysel katılım yatırımcılığında olduğu gibi know-how ve network'ü bir değer vaadi olarak girişim şirketine sunmamaktadır.

Geniş ve bilinmez bir kitleden alınan bir yatırım olan paya dayalı kitle fonlaması, Türk hukukuna 2019 yılında Sermaye Piyasası Kanunu'na yapılan eklemeler ve sonrasında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan bir tebliğ ile dahil olmuş ve paya dayalı kitle fonlaması faaliyeti detaylıca düzenlenmiştir. Buna göre, paya dayalı kitle fonlamasının yapılabileceği kitle fonlama platformlarına, paya dayalı kitle fonlaması faaliyetine, paya dayalı kitle fonlaması yapabilecek girişim şirketlerine/projelere ilişkin bir çerçeve çizilmiştir. Belirtilen esaslara uygun düşen girişimlerin/girişim şirketlerinin çok zor olmayan bir usulü takip ederek, kendileri için iyi miktarlarda fon elde etmeleri bu fon mekanizması aracılığıyla mümkün olmaktadır.

Paya dayalı kitle fonlamasına tanım olarak benzer görünse de esas itibarıyla hem ortaya çıkış zamanları hem tabii oldukları hukuki düzenlemeler hem de izlenilmesi gereken prosedürler anlamında çok farklı olan halka arz ise, özellikle erken aşamadaki girişim şirketleri için uygun olmasa da, sağladığı avantaj itibarıyla, bu mekanizmaya hazır olan girişim şirketlerine epey fayda sağlamaktadır.

Yatırımcıya yatırımı karşılığında hisse verilmeyen başlıca fon mekanizmaları, ilk dijital para arzı, bağış bazlı kitle fonlaması, ödül bazlı kitle fonlaması ve borç bazlı kitle fonlamasıdır.

İlk dijital para arzı, kriptoparanın ortaya çıkışı ile birlikte olmuş, bir white-paper ile girişimi hakkında bilgi veren girişim şirketi, sık kullanılan kriptoparalar karşılığında yatırımcıya bir token veya coin satmaktadır.

Bağış bazlı kitle fonlaması, Türk Borçlar Kanunu kapsamında bir bağışlaşma sözleşmesi olarak nitelendirilebilecek, girişim şirketlerinin bir kitle fonlama platformu üzerinden karşılıksız kazandırmaya dayanarak fon topladığı bir fon mekanizmasıdır. Girişim şirketlerine fazla bir fon sağlamamakla birlikte hiçbir maliyeti olmaması bakımından tercih sebebi olabilecek bir yöntemdir.

Ödül bazlı kitle fonlaması, önceden bir hedef belirleyerek, belirli bir süre içerisinde hedeflenen fona ulaşabilen girişim şirketlerinin yatırımcılara önceden belirlenmiş ödülleri verme taahhüdü altında olduğu bir fon mekanizmasıdır. Hedeflenen fona ulaşamaması halinde, kitle fonlama platformu, yatırımcılara yatırım tutarlarını iade etmektedir. Erken aşamada olan birçok girişim şirketi tarafından tercih edilebilecek, ancak henüz Türk hukukunda bir düzenlemeye tabi olmayan ödül bazlı kitle fonlama mekanizması girişim şirketi dinamikleri ile örtüşen bir yöntemdir.

Borç bazlı kitle fonlaması, global olarak girişim şirketlerine en çok fon kazandıran fon mekanizmalarından biri olarak, faiz ile borçlanma denkleminde bankalara duyulan ihtiyacı azaltması bakımından oldukça yenilikçi ve sık başvurulan bir fon mekanizmasıdır. Türk hukukunda Sermaye Piyasası Kanunu'nda yapılan bir değişiklik ile tanınmış olmakla birlikte henüz esaslarını düzenleyen ikincil mevzuat çıkarılmamış olduğundan Türk girişim şirketleri arasında henüz yaygın olmayan bir yöntemdir.

Son olarak yatırımcının yatırımı karşılığında hisse veya yatırım tutarını alabileceği, taraflardan birine buna ilişkin seçimlik hak tanıyan fon mekanizmaları mevcuttur.

Türk hukukundaki paya dönüştürülebilir tahvile epey benzer olmakla birlikte, uygulama kolaylığı açısından girişim şirketi dinamiklerine uygun düşen *convertible note*, yatırımcının belirlenen vade sonunda girişim şirketinden hisse alabilmesini veya faizi ile birlikte yatırım tutarını geri alabilmesini sağlamaktadır.

Convertible note'a alternatif olarak çıkarılmış K.I.S.S. ve S.A.F.E. sözleşmeleri, Türk hukukuna henüz kavram olarak dahi girmemiş olmakla beraber, sözleşme serbestisi kapsamında uygun düştüğü ölçüde kullanılabilir. K.I.S.S. ile *convertible note*'a benzer şekilde yatırımcı girişim şirketine hisse veya yatırım tutarını geri alabilmektedir. S.A.F.E.'de ise, yatırımcının girişim şirketine hisse alması bir tetikleyici olaya bağlanmıştır. Bu fon mekanizmaları sayesinde, girişimci en baştan yatırımcıya hisse vermeme avantajına sahip olmakta, yatırımcı ise henüz nasıl bir gelişim göstereceği belli olmayan bir şirkete ortak olmayarak, daha sonra artan şirket değerlemesinden indirimli bir şekilde hisse alma taahhüdü almış olmaktadır.

Bu çalışmada, okuyucuya, girişim şirketlerinin sermaye ihtiyaçlarını gidermek için başvurabilecekleri farklı mekanizmalar sunulmuş ve bu mekanizmalar arasında tercih yapılırken, her bir mekanizmanın yapısının bilinmesi ve girişim şirketi açısından avantaj ve dezavantajlarının farkında olunarak bir seçim yapılması gerektiği açıklanmıştır. Ele alınan finansman yöntemlerinden bazılarının hukuki zemininde eksiklik olduğu hatta bazılarının Türk hukukunda tam karşılığı olmadığı, bazı finansman yöntemlerinin getirilerinin diğerlerine nazaran daha az olduğu, bazılarının nakdi sermayeye ek olarak girişim şirketine başka tür sermaye de sağlayabildiği hususları tespit edilmiş ve vurgulanmıştır.

KAYNAKÇA

- AÇIKGÖZ**, Betül / **AYANOĞLU**, Yıldız / **YANIK**, Serap S., “*Muhasebe Bakış Açısından Bağış (Yardım) ve Ödüle Dayalı Kitlesele Fonlama*”, Muhasebe ve Finansman Dergisi, Sayı: 86, ss. 57-78, Yıl: 2020, doi: 10.25095/mufad.710215 (erişim tarihi 12.06.2021).
- AKSAN**, Melih, *Girişim Sermayesi Hukuku 104: Paya Dönüştürülebilir Borç Yöntemi ile Yatırım ve Yüksek Çözünürlüklü Yatırım*, 2018, [https://medium.com/@melih.a/girisim-sermayesi-hukuku-104-paya-dönüştürülebilir-borç-yöntemi-ile-yatırım-ve-yüksek-8ff067b495c](https://medium.com/@melih.a/girisim-sermayesi-hukuku-104-paya-donusturulebilir-borç-yöntemi-ile-yatırım-ve-yüksek-8ff067b495c) (erişim tarihi 10.06.2021).
- AKSOY**, Sema, *Anonim Şirketlerde Pay ve Payın Devri*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Şehir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2018, https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=ZboObcYJSzn6_aEd5VOICg&no=u1LRsBNm3_-Rc9HYIYymEg (erişim tarihi 13.06.2021).
- ATİLLA**, Onur, *Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2006, https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=tl7_5Pk8iz095k6OZcD5qA&no=P9YyM5voVotAj4gusRxsAQ (erişim tarihi 11.06.2021).
- ATSAN**, Nuray / **ORUÇ ERDOĞAN**, Eda, “*Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlesele Fonlama (Crowdfunding)*”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Sayı: 10(1), ss. 297- 320, Yıl: 2015, <https://dergipark.org.tr/en/pub/oguiibf/issue/56487/785420> (erişim tarihi 10.06.2021).
- BAHTİYAR**, Mehmet, *Sermaye Piyasası Hukukuna Giriş*, 1. Baskı, Beta Yayınları, İstanbul 2019.
- BALDRIDGE**, Rebecca, *What is a Startup?*, Forbes Advisor, 2021, <https://www.forbes.com/advisor/investing/what-is-a-startup/> (erişim tarihi 06.06.2021).
- BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURULU**, *Duyurular*, Kripto Para Açıklaması, n.d., https://www.bddk.org.tr/ContentBddk/dokuman/duyuru_0512_01.pdf (erişim tarihi 01.06.2021).
- BERNTHAL**, J. Brad, “*The Evolution of Entrepreneurial Finance: A New Typology*”, Brigham Young University Law Review, Yıl: 2018, <https://scholar.law.colorado.edu/articles/1215/> (erişim tarihi 11.06.2021).
- BRIGGS**, Jeffrey, *For Founders Raising Capital: Thinking Through the Implications of Convertible Notes*, 2018, <https://www.toptal.com/finance/startup-funding-consultants/convertible-note> (erişim tarihi 23.06.2021).
- CHAPLINSKY**, Susan J. / **BECKER**, Joseph M., “*Convertible Notes: A Form of Early-Stage Financing*”, University of Virginia Darden Business Publishing, Sayı: UVA-F-1925, Yıl: 2019, <https://ssrn.com/abstract=3682592> (erişim tarihi 10.06.2021).
- CUMMING**, Douglas J. / **JOHAN**, Sofia A., “*Crowdfunding Models: Keep It All Versus All Or Nothing*”, Crowdfunding, Cumming, Douglas J. / Johan, Sofia A., Academic Press, 2020, <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-814637-8.00005-6> (erişim tarihi 23.06.2021).

- ÇAĞLAR**, Muhammet Tunahan, “*Yeni Nesil Alternatif Finansman Yöntemi Olarak Kitleli Fonlama: Dünya ve Türkiye Uygulaması*”, *Uygulamalı Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 3, Sayı: 2, ss. 18-34, Yıl: 2019, <https://dergipark.org.tr/en/pub/iuusbd/issue/49387/572366> (erişim tarihi 11.06.2021).
- DÜDEN**, Seren, *Anonim Şirketlerde Dış Kaynaklardan Sermaye Artırımı*, 1. Baskı, Vedat Kitapçılık, İstanbul, 2021.
- EKİCİ**, Oya / **SIRMA**, İbrahim / **AYTÜRK**, Yusuf, “*Alternatif Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlaması ve Yenilikçilik İlişkisi*”, *BDDK Bankacılık ve Finansal Piyasalar Dergisi*, Cilt: 13, Sayı: 2, ss. 205-219, Yıl: 2019, https://www.bddk.org.tr/Content/docs/bddkDergiTr/dergi_0026_06.pdf (erişim tarihi 07.06.2021).
- EQVISTA**, *KISS or Keep It Simple Security Convertible Note Calculator*, 2020, <https://eqvista.com/kiss-or-keep-it-simple-security-convertible-note-calculator/> (erişim tarihi 10.06.2021).
- ESİN**, İsmail, *Birleşme ve Devralmalar*, 3. Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2021.
- EUROPEAN COMMISSION**, *Rewards-Based Crowdfunding*, n.d., https://ec.europa.eu/growth/tools-databases/crowdfunding-guide/how-to/rewards_en (erişim tarihi 23.06.2021).
- FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY**, *Consumer Warning About the Risks of Initial Coin Offerings*, 2017, <https://www.fca.org.uk/news/statements/initial-coin-offerings> (erişim tarihi 12.06.2021).
- FRANKENFIELD**, Jake, *Initial Coin Offering (ICO)*, Investopedia, 2020, <https://www.investopedia.com/terms/i/initial-coin-offering-ico.asp> (erişim tarihi 11.06.2021).
- FUNDLY**, *Crowdfunding Statistics*, 2020, <https://blog.fundly.com/crowdfunding-statistics/#general> (erişim tarihi 10.06.2021).
- HACİÖMEROĞLU**, Abdülhamid Oğuzhan, “*Paya Dayalı Kitle Fonlamasında Kamuyu Aydınlatma*”, *Uyuşmazlık Mahkemesi Dergisi*, Cilt: 8, Sayı: 15, ss. 273-307, Yıl: 2020, <https://dergipark.org.tr/en/pub/mdergi/issue/55178/757584> (erişim tarihi 08.06.2021).
- HARROCH**, Richard, *20 Things All Entrepreneurs Should Know About Angel Investors*, Forbes, 2015, <https://www.forbes.com/sites/allbusiness/2015/02/05/20-things-all-entrepreneurs-should-know-about-angel-investors/> (erişim tarihi 06.06.2021).
- HAYES**, Adam, *White Paper*, Investopedia, 2021, <https://www.investopedia.com/terms/w/whitepaper.asp> (erişim tarihi 11.06.2021).
- HECHT**, Jared, *Are You Running a Startup or Small Business? What's the Difference?*, Forbes, 2017, <https://www.forbes.com/sites/jaredhecht/2017/12/08/are-you-running-a-startup-or-small-business-whats-the-difference/?sh=cfc77df26c59> (erişim tarihi 06.06.2021).
- İNCE**, Salih Tayfun, *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri Sözleşmesi*, 1. Basım, On İki Levha Yayıncılık, İstanbul, 2019.
- İZMİRLİ ATA**, Fatma, “*Yeni Nesil Finansman Yöntemi Olarak Kitle Fonlama: Türkiye Potansiyeli*”, *Manisa Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Cilt: 16, Sayı: 2, ss. 273-296, Yıl: 2018, <https://dergipark.org.tr/en/pub/cbayarsos/issue/38081/439447> (erişim tarihi 08.06.2021).

- KARAÇAY**, Habib / **VAROL**, Çiğdem, “*Sosyo-Ekonomik Kalkınmada Fiziki, Beşeri ve Sosyal Sermaye Yatırımları: Vakıflar Genel Müdürlüğü Örneği*”, Gazi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 17(3), ss. 100-121, Yıl: 2015, <https://dergipark.org.tr/en/pub/gaziuiibfd/issue/28305/300780> (erişim tarihi 07.06.2021).
- KARATAY**, Elçin, *Amerikan Hukuku Kaynaklı SAFE’lerin Türk Hukuku Kapsamında İncelenmesi*, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Galatasaray Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2019, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cCqe3mMwZgYIZAuzBiOaYA&no=ExDtfSSel24-TNjhQ-dcaw> (erişim tarihi 10.06.2021).
- KAYA**, Ali Bayram, “*Garib-Name’de Ölüm ve Ölümsüzlük*”, Osmanlı Araştırmaları, Cilt: XXVII, ss. 183-214, Yıl: 2006, http://turkoloji.cu.edu.tr/ESKI%20TURK%20%20EDEBIYATI/bayram_ali_kaya_garibname_olum_ulumsuzluk.pdf (erişim tarihi 06.06.2021).
- KILIÇ**, Ece, *Halka Arz ve Borsa İstanbul’da İşlem Görme Koşulları*, n.d., https://www.academia.edu/35317431/ECE_KILIÇ_1_BÖL_TEZ (erişim tarihi 13.06.2021).
- KURNAZ**, Gazi / **BEDÜK**, Aykut, “*Türkiye’de ve Dünyada Melek Yatırımcılık*”, Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Meslek Yüksekokulu Dergisi, Cilt: 20, Sayı: 1, ss. 27-40, Yıl: 2017, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/286692> (erişim tarihi 11.06.2021).
- KUTI**, Mónika / **MADARASZ**, Gábor, “*Crowdfunding*”, Public Finance Quarterly, Cilt: 59, Sayı: 3, Yıl: 2014, Budapeşte, <https://www.proquest.com/docview/1961508065?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true> (erişim tarihi 07.06.2021).
- MCKNIGHT**, Jill, *The Simple Agreement for Future Equity: a SAFE Way of Raising Capital*, 2020, <https://legalvision.com.au/simple-agreement-for-future-equity-a-safe-way-of-raising-capital/> (erişim tarihi 12.06.2021).
- MEMİŞ**, Tekin / **TURAN**, Gökçen, *Sermaye Piyasası Hukuku*, 4. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2019.
- MICHAEL**, Wilfred, *Token c. Coin: What’s the Difference*, n.d., <https://bitcourier.co.uk/blog/token-vs-coin> (erişim tarihi 08.06.2021).
- MOHSEN PARSA, INC.**, *What Startups Need to Know About Simple Agreement for Future Equity (SAFE)*, n.d., <https://www.parsalaw.com/what-startups-should-know-about-simple-agreement-for-future-equity> (erişim tarihi 10.06.2021).
- NAKAMOTO**, Satoshi, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2009, <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (erişim tarihi 09.06.2021).
- NİŞANYAN**, Sevan, *Nişanyan Sözlük*, Çağdaş Türkçe Etimoloji Sözlüğü, 2021, <https://www.nisanyansozluk.com/?k=sermaye> (erişim tarihi 06.06.2021).
- PANIN**, Aleksei / **KEMELL**, Kai-Kristian / **HARA**, Veikko, “*Initial Coin Offering (ICO) as a Fundraising Strategy: A Multiple Case Study on Success Factors*”, Lecture Notes in Business Information Processing, Hyrynsalmi, S. / Suoranta, M. / Nguyen-Duc, A. / Tyrväinen, P. / Abrahamsson, P., Software Business, Cilt: 370, Yıl: 2019, doi: https://doi.org/10.1007/978-3-030-33742-1_19 (erişim tarihi 08.06.2021).

- PARKER, W.H.**, “*Factors of Production: Labour, Capital and Management*”, The Superpowers, Palgrave Macmillan, Yıl: 1972, Londra, https://doi.org/10.1007/978-1-349-01336-4_8 (erişim tarihi 06.06.2021).
- PATEL, Samit**, *How Much Can You Actually Raise Through Crowd-Funding?*, 2019, <https://www.quora.com/How-much-can-you-actually-raise-through-crowd-funding> (erişim tarihi 05.06.2021).
- PULAŞLI, Hasan**, *Şirketler Hukuku Genel Esaslar*, 4. Baskı, Adalet Yayınevi, Ankara, 2016.
- PWC**, *Look Carefully Before Choosing “Simple” Venture Financing Alternatives*, n.d. <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/venture-financing.html> (erişim tarihi 10.06.2021).
- REID, Michael / MCDONALD, Morgan / ROCK, Becky**, *Demystifying SAFEs: The good, the bad, and the ugly*, 2020, <https://www.dlapiper.com/en/canada/insights/publications/2020/07/demystifying-safes/> (erişim tarihi 11.06.2021).
- SAKIZLI, Emre**, “*Alternatif Bir Finansman Yöntemi: Kitlesele Fonlama*”, İktisadi Kalınma Vakfı, Yıl: 2018, <https://www.ikv.org.tr> (erişim tarihi 10.06.2021).
- SCANNAVINO, Nick**, *Introduction to Keep It Simple Security*, 2018, <https://medium.com/law-decrypted/introduction-to-keep-it-simple-security-kiss-38716794a3b1> (erişim tarihi 23.06.2021).
- SINGH, Amit**, *SAFE to KISS: The Next Generation of Startup Financing*, 2019, <https://www.startupblog.com/safe-to-kiss-the-next-generation-of-startup-financing/> (erişim tarihi 23.06.2021).
- ŞANLIOĞLU, Doğa**, *Bir Kitlesele Fonlama Türü Olarak ICO (Initial Coin Offering): Hukusal Alt Yapı Açısından Bir Değerlendirme*, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2019, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=cHlfOSyBBhJilyXhOx7muQ&no=S-rbSwbaL0FYyvFSUSG8eA> (erişim tarihi 10.06.2021).
- TETİK, Nevzat / ÖNER, Ahmet**, “*Ülkemiz Girişimcileri İçin Yeni Bir Yatırım Desteği Modeli: Initial Coin Offering (ICO)*”, Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi, Cilt: 3, Sayı: 1, ss. 13-26, Yıl: 2020, doi: 10.32951/mufider.635743 (erişim tarihi 10.06.2021).
- THATCHER, Nikkie**, *BrewDog smashes £7.5m crowdfunding target in 6 weeks*, Morning Advertiser, 2020, <https://www.morningadvertiser.co.uk/Article/2020/10/28/How-much-has-BrewDog-raised-through-crowdfunding> (erişim tarihi 06.06.2021).
- TÜRK DİL KURUMU**, *Türk Dil Kurumu Güncel Sözlük*, “sermaye”, 2021, <https://sozluk.gov.tr> (erişim tarihi 06.06.2021).
- TÜRKİYE BİLİŞİM VAKFI**, *Kriptopara ve ICO Raporu*, 2020, https://bctr.org/dokumanlar/Kriptopara_ve_ICO.pdf (erişim tarihi 11.06.2021).
- ULUTÜRK CİNBİŞ, Sinem**, “*Türkiye’deki Akredite Melek Yatırımcı Ağlarının Gelişiminin ve Karakteristik Özelliklerinin Analizi*”, İstanbul Ticaret Üniversitesi Girişimcilik Dergisi, Cilt: 1, Sayı: 1, ss. 103-122, Yıl: 2017, <https://dergipark.org.tr/tr/download/article-file/1178588> (erişim tarihi 10.06.2021).

- VERICK**, Sher / **ISLAM**, Iyanatul, “*The Great Recession of 2008-2009: Causes, Consequences and Policy Responses*”, Institute of Labor Economics (IZA) Discussion Paper Numarası: 4934, Yıl: 2010, <https://ssrn.com/abstract=1631069> (erişim tarihi 11.06.2021).
- VURAL**, Aslı, *Girişimciler İçin Yeni Nesil Bir Finansman Modeli “Kitle Fonlaması – Crowdfunding”*: Dünya ve Türkiye Uygulamaları Üzerine Bir İnceleme ve Model Önerisi, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara, 2019, <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi/tezDetay.jsp?id=mp6leNtom28Z9Yrts89bIg&no=7iDczavSLcejNTgTUM9R7w> (erişim tarihi 10.06.2021).
- WORLD BANK**, *Crowdfunding’s Potential for the Developing World*, Finance and Private Sector Development Department, Washington, 2013, <https://www.infodev.org/crowdfunding> (erişim tarihi 09.06.2021).
- YANLI**, Veliye, “*Paya Dayalı Kitle Fonlaması Düzenlemesi*”, Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi, Cilt: 36, Sayı: 1, Yıl: 2020, <https://www.lexpera.com.tr/literatur/batidermakaleler/paya-dayali-kitle-fonlamasi-duzenlemesi-paya-dayali-kitle-fonlamasi-duzenlemesi-32-33> (erişim tarihi 10.06.2021).
- YAVUZ**, Melih Sefa / **SUYADAL**, Mehmetcan, “*Girişimciliğin Finansmanında Initial Coin Offering (ICO) Yöntemi ve Alternatif Finansman Yöntemleriyle Karşılaştırılması*”, Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt: 21, Sayı: 3, Yıl: 2020, <https://dergipark.org.tr/en/pub/anadoluibfd/issue/56987/795827> (erişim tarihi 09.06.2021).