

İslam Hukuku Perspektifinden Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Pay ve Paya Dönüştürülebilir Tahvillerle Finansman *

Abdullah KULUÇ

Arş. Gör., İstanbul Sabahattin Zaim Üniversitesi İşletme ve Yönetim Bilimleri Fakültesi
Res. Asst., İstanbul Sabahattin Zaim Uni. Faculty of Business & Management Sciences
Doktora Öğrencisi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
PhD Student, Istanbul University Institute of Social Sciences
İstanbul/TÜRKİYE
abdullah.kuluc@izu.edu.tr | orcid.org/0000-0003-1119-1060

Öz

Girişim sermayesi, ekonomik kalkınmanın ve teknolojik yeniliklerin teşvik edilmesinde önemli bir fonksiyon üstlenmekte olup, özellikle yenilikçi ve yüksek büyüme potansiyeline sahip işletmelerin finansmanında kritik bir rol oynamaktadır. Bu çalışmada, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarında kullanılan finansman yöntemlerinin İslam hukuku perspektifinden değerlendirilmesi amaçlanmaktadır. Girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, girişim şirketlerini finanse ederken temelde pay alımı ve paya dönüştürülebilir tahvil alımı yöntemlerine başvurmaktadır. Literatürde, girişim sermayesi ile faizsiz finans ve mudârebe arasında benzerlikleri ele alan çalışmalar bulunmaktadır. Mevcut araştırmaların bir kısmı, girişim sermayesini mudârebenin modern bir yorumu olarak değerlendirmekte, bu modelin İslam hukuku ilkelerine belirli ölçüde uyum sağladığını öne sürmektedir. Bir kısmı ise Amerikan girişim sermayesi modelini temel alarak

* Bu çalışma İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü'nde 2021 yılında tamamladığımız "Girişim Sermayesi ve İslam Hukuku Açısından Tahlili" başlıklı yüksek lisans tezi esas alınarak hazırlanmıştır.

Geliş/Received: 22.08.2024 | **Kabul/Accepted:** 04.03.2025 | **Yayın/Published:** 30.06.2025

Atıf/Citation: Kuluç, Abdullah. "İslam Hukuku Perspektifinden Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarında Pay ve Paya Dönüştürülebilir Tahvillerle Finansman". *İslam Hukuku Araştırmaları Dergisi* 45 (Haziran 2025), 155-182./Kuluç, Abdullah. "Financing Through Shares and Convertible Bonds in Venture Capital Investment Trusts from an Islamic Law Perspective". *Journal of Islamic Law Studies* 45 (June 2025), 155-182.

<https://doi.org/10.59777/ihad.1537279>

İntihal/Plagiarism: Bu makale en az iki hakem tarafından incelendi ve intihal içermediği teyit edildi./This article has been reviewed by at least two referees and scanned via a plagiarism software.

© Abdullah KULUÇ | CC BY-NC-ND 4.0 International

girişim sermayesinin işleyişini analiz etmiş ve bu bağlamda çeşitli değerlendirmelerde bulunmuştur. Türkiye bağlamında, girişim sermayesi yatırımlarının katılım bankaları aracılığıyla teşvik edilmesi gerektiği yönünde çeşitli görüşler de öne sürülmektedir. Ancak, Türkiye'deki girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının (GSYO) girişim şirketlerine sağladığı finansal desteğin mahiyeti ile ilgili fikhî açıdan kapsamlı bir çalışmaya rastlanmamaktadır. Bu durum, konunun İslam hukuku çerçevesinde daha ayrıntılı bir şekilde ele alınmasına duyulan ihtiyacı ortaya koymaktadır. Türkiye'deki hukuki düzenlemeler kapsamında, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının yapısı ve işleyişi detaylandırılmış, özellikle *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği* çerçevesinde pay sahipliği sözleşmelerinin yapısı ele alınmıştır. Girişim sermayesinin kullandığı yöntemlerin İslam hukuku açısından uygunluğu, kullanılan finansman yöntemine göre farklılık arz etmektedir. Bundan dolayı her yöntemin fikhî ilkeler çerçevesinde ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir. Mudârebe ile girişim sermayesi arasında belirli benzerlikler bulunsa da uygulamada çeşitli farklılıklar mevcuttur. Bu bağlamda, girişim sermayesinin İslam hukuku prensiplerine uygun bir yapıya kavuşturulması büyük önem taşımaktadır. Böylece hem ekonomik kalkınmaya katkı sağlanacak hem de İslam hukuku çerçevesinde meşru finansman modelleri oluşturulmuş olacaktır. Bu çalışma girişim sermayesi şirketlerinin söz konusu yöntemlerini İslam hukuku ile olan ilişkisini detaylı bir şekilde ele almakta ve bu doğrultuda Müslüman yatırımcılar ve politika yapıcılar için rehber niteliğinde bir çerçeve sunmaktadır.

Anahtar Kelimeler: İslam Hukuku, Finansman Yöntemleri, Girişim Sermayesi, Pay, Paya Dönüştürülebilir Tahvil.

Financing Through Shares and Convertible Bonds in Venture Capital Investment Trusts from an Islamic Law Perspective**

Abstract

Venture capital plays a crucial role in promoting economic development and technological innovation, particularly in financing innovative enterprises with high growth potential. This study aims to evaluate the financing methods employed by venture capital investment trusts (VCITs) from the perspective of Islamic law. Venture capital investment trusts primarily employ two financing methods when investing in entrepreneurial firms: equity acquisition and convertible bond purchases. The literature contains studies that examine the similarities between venture capital, interest-free finance, and mudaraba. Some existing research considers venture capital as a modern interpretation of mudaraba, arguing that this model aligns, to some extent, with the principles of

** This study is grounded on my master thesis titled "Venture Capital and Analyzed in Terms of Islamic Law", (Master Thesis, Istanbul University Institute of Social Sciences, Istanbul, Türkiye, 2021).

Islamic law. Others have analyzed the operational structure of venture capital by focusing on the American venture capital model and have provided various evaluations in this regard. In the context of Türkiye, some scholars suggest that venture capital investments should be encouraged through participation banks. However, there is no comprehensive study from a jurisprudential (fiqh) perspective regarding the nature of the financial support provided by venture capital investment trusts (VCITs) to entrepreneurial firms in Türkiye. This gap highlights the need for a more detailed examination of the subject within the framework of Islamic law. Within the scope of Türkiye's legal framework, the structure and functioning of venture capital investment trusts have been elaborated, with particular emphasis on the structure of shareholder agreements as outlined in the Communiqué on the Principles Regarding Venture Capital Investment Trusts. The compliance of venture capital financing methods with Islamic law varies depending on the specific financing instruments used. Therefore, each financing method must be examined separately within the framework of Islamic legal principles. Although there are certain similarities between mudaraba and venture capital, significant differences exist in practice. In this context, structuring venture capital in accordance with Islamic finance principles is of great importance. Such an approach would both contribute to economic development and ensure the establishment of legitimate financing models within the framework of Islamic law. This study provides a comprehensive analysis of the relationship between venture capital investment methods and Islamic law, offering a guiding framework for Muslim investors and policymakers in this regard.

Keywords: Islamic Law, Financing Methods, Venture Capital, Equity, Convertible Bonds.

Giriş

Girişim sermayesinin ülkelerin gelişimindeki önemi, birçok bilimsel çalışmada dile getirilen bir konudur. Özellikle yeni teknolojilerin ortaya çıkarılmasında ve geliştirilmesinde bu sermaye türünün İslam hukukuna uygun bir finansman yöntemi olup olmadığı açıklığa kavuşturulması gereken bir meseledir. Bu çalışma, girişim sermayesi şirketlerinin kullandığı finansman yöntemlerinin İslam hukukuna göre değerlendirilmesini amaçlamaktadır.

Araştırmada, girişim sermayesi yoluyla yapılan finansman işlemlerinin iki temel unsur üzerine inşa edildiği tespit edilmiştir. Bunlardan biri pay senedi alımı, diğeri ise paya dönüştürülebilir tahvil alımıdır. Girişim sermayesi şirketleri bu iki seçenekten birini tercih edebilir.

Bu çalışmada her iki yöntem fıkhi açıdan değerlendirilecektir. Konunun mahiyetinin anlaşılabilmesi için Resmi Gazete’de yayınlanan tebliğ metinleri esas kabul

edilecektir. Paya dönüştürülebilir tahvillerle ilgili bir düzenleme bulunduğundan, bu konuda daha net değerlendirmeler yapılabilmesi mümkündür. Ancak, pay alımı şeklindeki finansmanda, taraflar arasında bir ortaklık sözleşmesi imzalanmaktadır. Bu sözleşmenin içeriği tarafların takdirine bırakıldığı için, standart bir sözleşme ya da uygulamadan söz etmek mümkün değildir. Sözleşme yapısındaki bu belirsizlik, analiz edilmesi gereken konuların netleşmesini engellemektedir. Standart bir uygulama olmamasından kaynaklanan bu durum, çalışmanın sınırlı kaldığı noktalardan birisidir. Bu sınırlılığı aşabilmek için varsayımsal değerlendirmelere yer verilmiştir.

1. Literatür Taraması

Bu çalışmanın konusu çerçevesinde gerçekleştirilen literatür taraması, alanda yeterince derinlikli ve kapsamlı bir çalışmanın mevcut olmadığını ortaya koymuştur. Mevcut literatür genellikle girişim (risk) sermayesi, faizsiz bankacılık ve mudârebe mukayesesi gibi konular üzerinde yoğunlaşmıştır. Bu bağlamda, literatürde öne çıkan önemli eserlerden biri, Tansu Çiller ve Murat Çizakça'nın 1989 yılında yayımladığı *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri* adlı çalışmadır. Hamdi Döndüren'in 1992 yılında kaleme aldığı *İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi* başlıklı makalesi de bu alandaki temel eserlerden biridir. Döndüren, söz konusu makalesinde, Çiller ve Çizakça'nın eserine İslam hukuku ve iktisadi perspektifinden bir analiz ve eleştiri sunduğunu ifade etmektedir.

Bir başka çalışma ise girişim sermayesi üzerine yapılan birçok çalışmada temel başvuru kaynağı olan Tülay Zaimoğlu'nun (1995) *Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları* başlıklı eseridir. Dünyadaki risk sermayesi uygulamalarına da değinen bu eser, Türkiye'deki uygulama önerileri konusunda ise kısmen sınırlı kalmıştır. Zaimoğlu, İslam bankalarının kuruluş felsefeleri gereği risk sermayesi yatırımlarına yönelmeye uygun bir yapıya sahip olduklarını ifade etmektedir. Ancak risk sermayesinin uzmanlık gerektiren bir alan olması sebebiyle, İslam bankalarının doğrudan bu yatırımlara girmeleri yerine, risk sermayesi şirketlerinin paylarını satın alarak sektöre katılım sağlamalarının daha uygun bir yol olacağını öne sürmektedir.

Risk sermayesi hakkında bir diğer önemli kaynak, Murat Çizakça'nın (1999) *İslam Dünyasında ve Batı'da İş Ortaklıkları Tarihi* adlı eseridir. Çizakça, bu çalışmasında risk sermayesi ile mudârebe arasında birçok benzerlik bulunduğunu ifade ettikten sonra, bu benzerliklere dayanarak mudârebenin bugünkü kopyasının risk sermayesi olduğu sonucuna varmanın yanlış olduğunu belirtmiştir. Ona göre, risk sermayesi, mudârebenin evrimleşmiş bir biçimi olarak günümüze ulaşmıştır. Eserde Amerikan risk sermayesi modeli detaylı şekilde ele alınmış, kullanılan finansman yöntemlerinden özellikle pay alımı üzerinde durulmuş, ancak bu yöntemler hakkında derinlemesine yorum

yapılmamıştır. Girişim sermayesinin sadece pay alımı üzerinden değerlendirilmesi ve bu yöntemin, girişim sermayesini pay alımına indirgemesi, eserin eksikliklerinden biri olarak görülebilir.

Salih Kumaş'ın 2006 yılında kaleme aldığı *Bir Finansman Yöntemi Olarak İş Ortaklığı Uygulaması (Mudârebe-Commenda Karşılaştırması)* başlıklı çalışması, bu alandaki önemli kaynaklardan biridir. Kumaş, bu çalışmasında mudârebe kavramını ele almış ve commenda sisteminin büyük ölçüde mudârebe ile benzerlik taşıdığını ifade etmiştir. Aynı yazarın 2007 yılında yazdığı *Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı ile Mukayesesi* başlıklı makalesi ise, risk sermayesi ve İslam bankacılığı yapılarını modern bir mudârebe akdi olarak değerlendirmektedir. Kumaş, bu çalışmasında risk sermayesi ile İslam bankacılığı arasında yapısal ve işlevsel benzerliklerin bulunduğunu vurgulamış ve her iki yapının kökenlerinin commenda ve klasik mudârebe sistemine dayandığını öne sürmüştür. Söz konusu çalışmalarda, Amerikan girişim sermayesi şirketi yapısını ele almış, ancak bu yapının kullandığı finansman yöntemlerine dair ayrıntılı bir incelemeye yer vermemiştir.

Girişim sermayesinin niteliğine dair kaleme alınan önemli kaynaklardan biri de M. Kemalettin Çonkar'ın (2007) *Risk Sermayesi Finansman Yöntemi* adlı çalışmasıdır. Çonkar, eserinde risk sermayesi finansman yöntemini dünya çapındaki örnekleriyle ele almış ve Türkiye'de bu sektörün gelişimine yönelik yapılması gerekenleri somut önerilerle açıklamıştır. Çalışmasında sunduğu öneriler arasında, katılım bankalarının devlet teşvikiyle kademeli olarak bu alana yönlendirilmesi, geçiş sürecinin tamamlanmasına kadar girişim sermayesi şirketlerinden pay satın alınması ve kazançlarının %2,5'lik kısmından oluşturulacak zekât fonu aracılığıyla finansman sıkıntısı çeken girişimcilere destek sağlanması gibi tavsiyeler bulunmaktadır.

Abdullah Bel'îdî'nin kaleme aldığı (2008) *et-Temvil bi-Ra'si'l-Mâli'l-Mahâtır Dirâse Mukârane ma't-Temvil bi-Nizami'l-Muşâreke* isimli çalışmada, müşâreke ve risk sermayesi, toplumsal yararları ve kullanım alanları açısından karşılaştırılmıştır. Eserde hem müşâreke hem de risk sermayesi sistemlerinde sermaye sahiplerinin belirli bir riski üstlenmeyi göze aldıkları ve bu yönleriyle geleneksel bankacılık faaliyetlerinden ayrıldıkları vurgulanmıştır. Müşârekenin kısa, orta ve uzun vadeli finansman imkânları sunduğu, buna karşın risk sermayesinin daha çok orta ve uzun vadeli bir finansman aracı olarak değerlendirildiği ifade edilmiştir. Çalışmada, müşârekenin risk sermayesi finansman yöntemine kıyasla İslam iktisadı prensipleriyle daha uyumlu olduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte, risk sermayesi finansmanı yalnızca risk sermayedarının risk üstlenme boyutu üzerinden ele alınmıştır. Ayrıca eserde, İslam hukukundaki çeşitli akitlere de geniş bir şekilde yer verilmiştir. Ancak zaman zaman konunun ana ekseninden

sapılarak doğrudan ilgisi olmayan başlıkların ele alınması, çalışmanın konu bütünlüğünü korumayı güçleştirmiştir.

Türkiye’de girişim sermayesi şirketlerinin hukuki düzenlemeleri, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (2013) (III-48.3) ile belirlenmiştir. Bu çalışma da ilgili tebliği temel alarak hazırlanmıştır. Buna ek olarak, Salih Tayfun İnce’nin (2019) *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Pay Sahipleri Sözleşmesi* isimli eseri de başvuru kaynağı olarak kullanılmıştır. İnce, eserinde girişim sermayesi kavramının tanımı, tarihî gelişimi ve diğer ülkelerdeki uygulamalarını ele aldıktan sonra, Türkiye’deki Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının hukuki çerçevesini söz konusu tebliğ kapsamında detaylı şekilde incelemiştir. Ayrıca, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının (GSYO) finanse ettikleri girişim şirketleri ile imzaladıkları pay sahipleri sözleşmelerinin hukuki yapısına da değinmiştir. İnce, sözleşme içeriğinin tarafların iradesine bağlı olarak şekillendiğini, dolayısıyla bir sözleşme adi ortaklık doğuruyorsa adi ortaklık hükümlerine tabi olacağını, aksi takdirde borç sözleşmesi niteliğinde kabul edileceğini vurgulamıştır.

2. Girişim Sermayesi Kavramı

Girişim sermayesi; dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimi olarak tanımlanabilir.¹ Bazı çalışmalarda girişim sermayesinin yerine kullanılan risk sermayesi arasında belirgin farklar olmamakla birlikte, yatırım odakları açısından bazı ayrımlar mevcuttur. Girişim sermayesi, genellikle 3 ila 10 yıllık geçmişi olan, belli bir büyüme aşamasına gelmiş şirketlere yatırım yapmayı hedeflerken, risk sermayesi daha çok henüz fikir aşamasında olan ya da yeni kurulmuş start-up'lara sermaye sağlamaktadır. Bu farklılık, yatırım yapılan şirketlerin olgunluk seviyelerine ve taşıdıkları risklerin derecesine dayanır.² Risk sermayesi, venture capital, atılım sermayesi, cesarete dayalı sermaye gibi isimlerle de anılmaktadır.³ Kanaatimizce risk sermayesi ve girişim sermayesi kavramları birbirinin yerine kullanılabilir niteliktedir. Zira her iki modelde de temel olarak, gelecekte büyüme ve kâr potansiyeli olan bir şirkete sermaye aktarımı yapılarak ortak olunması ve belirli bir süre sonra elde edilen payların satışıyla

¹ Nevzat Aypek vd., *Ekonomik Terimler Sözlüğü: Açıklamalı ve İngilizce Karşılıklı* (Ankara: Gazi Kitabevi, 2009), 264.

² Emine Seda Hocaoglu Yıldız, *Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz* (Sakarya: Sakarya Üniversitesi, İşletme Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2019), 7.

³ Bünyamin Şen, *Türkiye’de Faaliyette Bulunan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansları Üzerinde Etkili Olan İçsel Faktörlerin İncelenmesi* (Niğde: Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2024), 4.

ortaklığın sona erdirilmesi söz konusudur. Bu bağlamda, yeni kurulmuş bir şirkete ya da birkaç yıl önce kurulmuş bir şirkete ortak olmanın özünde önemli bir fark bulunmamaktadır. İlgili düzenlemelerde, girişim sermayesi terimi kullanıldığı için bu çalışmada da aynı terim tercih edilmiştir.

3. Girişim Sermayesinin Ortaya Çıkışı ve Gelişimi

Girişim sermayesinin günümüzdeki uygulama biçimi, 1946 yılında George Doriot tarafından Amerikan Araştırma ve Kalkınma Şirketi aracılığıyla hayata geçirilmiştir. Doriot, girişimcilerin sermaye ve faiz ödemelerinde karşılaştıkları zorluklara bu yolla çözüm sağlamıştır. Bu modelin öncülerinden olan Rockefeller ise II. Dünya Savaşı'ndan dönen arkadaşlarına borç veya yardım yerine, onların işlerine ortak olarak destek sağlamıştır. 1958 yılında kurulan Küçük İşletme Yatırım Şirketleri, girişim sermayesi alanında profesyonel yatırımcıların yetişmesine olanak tanımıştır.⁴ Amerika Birleşik Devletleri'nde kurumsal olarak ortaya çıkan girişim sermayesi İngiltere ve Japonya'da da geniş uygulanma sahası bulmuştur.⁵

1950 sonrasında, teknolojik açıdan ileri ülkeler, gelişmemiş ülkelere teknoloji ihraç ederek bu alandaki harcamalarının bir kısmını geri kazanmıştır. Ancak teknoloji eskidiğinde bu yatırımların geri dönüşü mümkün olmamıştır. Bu riskten kaçınmak isteyen yatırımcılar, bu süreçte girişim sermayesi modelini tercih etmeye yönelmiştir.⁶

1980 sonrası dönemde girişim sermayesi, önemli bir gelişme göstermiştir. Bu büyüme, sağlanan vergi avantajları, kurumsal fonların bu alana yönelmesi ve girişim sermayesi şirketlerinin anonim şirket yapısına kavuşarak borsaya dâhil (kotasyon) olmaları sayesinde gerçekleşmiştir.⁷

4. Girişim Sermayesi Şirketi

Girişim sermayesi şirketi, fon fazlasına sahip yatırımcılar ile finansmana ihtiyaç duyan küçük ölçekli işletmeler arasında aracılık yapan ve bu yolla işletmelerin büyümesine ve gelişmesine katkıda bulunan finansal kuruluşlar olarak tanımlanabilir.⁸ Bu şirketler, fon kaynaklarına göre iki gruba ayrılabilir. İlk grup, kaldıraçlı girişim

⁴ Kemalettin Çonkar, *Risk Sermayesi Finansman Yöntemi* (İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2007), 2.

⁵ Tülay Zaimoğlu, *Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları* (Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1995), 7.

⁶ İlhan Uludağ, *Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ'ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli* (İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 1996), 5; Hakan Yılmaz, *Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama* (Erzurum: Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2014), 10.

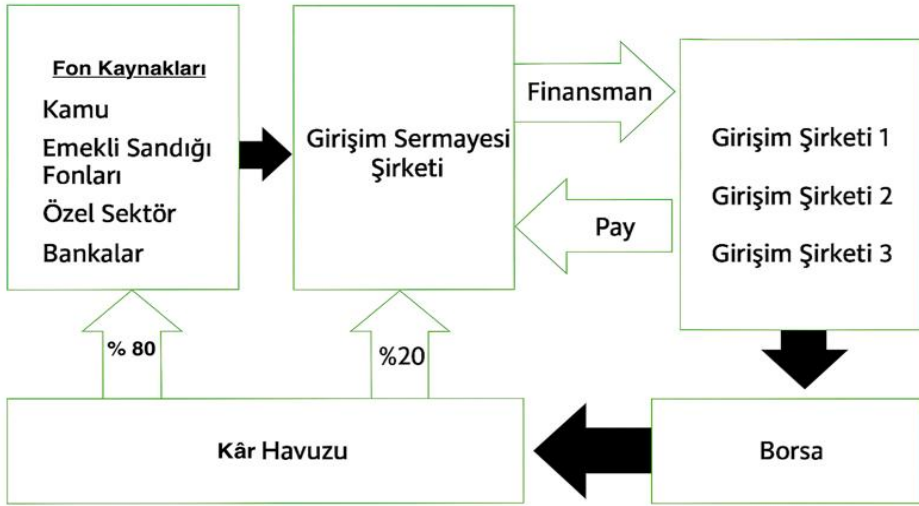
⁷ Uludağ, *Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ'ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli*, 2.

⁸ OECD, *Venture Capital and Innovation* (Paris: OECD Publications, 1996), 5.; Mengü Hafize Külalıcı, *Girişim Sermayesi ve Firma Performansı* (İzmir: Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2015), 11.

sermayesi şirketleridir. Bu şirketler, fonlarını özel kaynaklardan, devletten veya devlet garantili borçlanma araçlarıyla temin ederler. Borçlanma yoluyla elde ettikleri fonları girişimci şirketlere kredi olarak veya pay senedine dönüştürülebilir tahvil şeklinde kullandırmayı tercih ederler. Kendi borçlarına faiz ödemek zorunda oldukları için, finansman sağladıkları girişimci şirketlerden de faiz tahsil ederler.⁹

Diğer bir girişim sermayesi şirketi türü ise tamamen öz sermayeye dayalı girişim sermayesi şirketleridir. Bu şirketlerin farkı, fonlarını borç yoluyla değil, ortaklarının sermaye katkılarıyla temin etmeleridir. Söz konusu şirketler, fonlarını girişim şirketlerine pay karşılığında sunarak finansman sağlarlar.¹⁰

Amerikan risk sermayesi şirketinin fon elde etme yöntemleri ve kullandırma yöntemleri aşağıdaki şekilde işlemektedir:



Şekil 1. Tipik Bir Amerikan Risk Sermayesinin Yapısı¹¹

Şekilde görüldüğü gibi, tipik bir Amerikan risk sermayesi şirketi, fonlarını emekli sandıkları, bankalar ve özel sektör kaynaklarından temin ederek girişim şirketlerine yatırım yapar. Bu yatırım, girişim şirketlerinden pay alınması yoluyla gerçekleştirilir. Girişim şirketinin halka arzı sonrasında elde edilen gelir ise, fon sağlayanlar ve aracı kurumundaki risk sermayesi şirketi arasında paylaştırılır.

⁹ Erdoğan, *Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü*, 11.

¹⁰ Erdoğan, *Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü*, 11.

¹¹ Tansu Çiller - Murat Çizakça, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri* (İstanbul: Yenilik Basım Evi, 1989), 123.

Girişim sermayesi şirketleri, fonlarını girişim şirketlerine aktarırken çeşitli portföyler oluşturarak, işletmelere farklı büyüme evrelerinde yatırım yaparlar. Bu strateji, riskin dağıtılması ve yatırım getirilerinin maksimize edilmesi amacıyla uygulanır.¹²

5. Girişim Sermayesinin Türkiye Modeli:

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları (GSYO)

Girişim sermayesi, bu noktaya kadar çoğunlukla tipik Amerikan risk sermayesi modeline dayandırılarak ele alınmıştır. Türkiye'deki girişim sermayesi şirketleri, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları olarak kurumsal bir yapıya kavuşturulmuştur. Bu kuruluşların taşınması gereken nitelikler ve uymaları gereken düzenlemeler hakkında, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) 2013 yılında bir tebliğ¹³ yayınlamıştır. Bu tebliğde, girişim sermayesi şirketleri, "girişim sermayesi yatırım ortaklığı" (GSYO) olarak adlandırılmış ve tanımlanmıştır. Bu tanıma göre, GSYO, tebliğe uygun olarak girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından belirlenen diğer varlık ve haklardan oluşan bir portföyü yönetmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulmuş veya esas sözleşmesini değiştirerek dönüşmüş olan, SPK'nın 48. maddesine uygun olarak faaliyet gösterebilen, kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim şirketlerdir. Bu bağlamda, GSYO, sermaye piyasası kurumları olarak önemli bir rol üstlenmektedir.

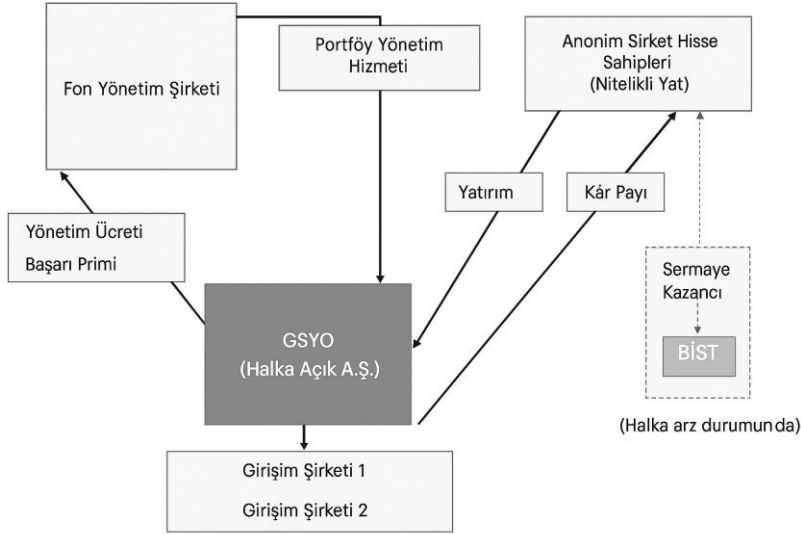
Girişim sermayesi yatırımları, GSYO dışında gerçek kişiler ve çeşitli ticari şirketler tarafından da gerçekleştirilebilmektedir. Ancak kamu otoritesi, bu alana destek sağlamak, denetimi etkin bir şekilde gerçekleştirmek ve verimliliği artırmak amacıyla söz konusu düzenlemeyi yapma gerekliliği duymuştur. GSYO unvanı, yalnızca belirli şirketlere bir ayrıcalık olarak tanınmış ve bazı vergisel avantajlar sunulmuştur. Bu yaklaşım, girişim sermayesinin teşvik edilmesi ve sektördeki istikrarın sağlanması açısından önem taşımaktadır.¹⁴

¹² Yılmaz, *Girişim Sermayesi Finansman Modeli*, 12.

¹³ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (GSYOİET), *Resmî Gazete* 28790 (09 Ekim 2013), md. III 48/3.

¹⁴ Salih Tayfun Ince, *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Paysahipleri* (İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2019), 32.

GSYO'nun yapısı ve işleyişi aşağıdaki şekildedir:



Şekil 2. GSYO'nun Yapısı ve İşleyişi¹⁵

Türkiye'deki uygulamada GSYO, bir anonim ortaklık statüsündedir. Halka açık olduğu takdirde hem nitelikli hem de diğer yatırımcılar, GSYO'nun paylarını alabilmektedirler. GSYO, bir fon yönetim şirketinden portföy yönetim hizmeti alabilir ve bu şirketlerin kurduğu girişim sermayesi fonlarına yatırım yapma imkânına sahiptir. GSYO, girişim şirketlerine sermaye ve sermaye borcunun karışımından oluşan finansman sağlayabilmektedir. Girişim şirketlerinin veya GSYO'nun halka arzı durumunda, hissedarlar sermaye kazancı elde etme fırsatına sahip olurlar. Halka arz gerçekleşmediği takdirde ve temettü dağıtımına karar verilmesi durumunda, hissedarlar pay başına kâr payı alabilmektedir.

6. Girişim Sermayesi Finansman Modelinin İşleyişi

Girişim sermayesi finansman modeli, kendine has bir işleyiş biçimine sahiptir. Bu tür bir finansman yöntemine başvuracak girişimci ya da fikir sahibi bireylerin, fon sağlayıcılara kapsamlı ve detaylı bir iş planı sunmaları gerekmektedir. Fon sağlayıcılar

¹⁵ Hakan Kildokum, "Girişim Sermayesinin Türkiye Serüveni-Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı", *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi* 1/1 (2012).

açısından, girişimin başarısında belirleyici unsurlar; ortaya konan fikrin niteliği, iş planını hayata geçirecek ekibin yetkinliği ve iş modeline olan bağlılıktır.¹⁶

Girişim sermayesi şirketleri, öncelikli olarak yatırım stratejilerini ve faaliyet gösterecekleri alanları titizlikle belirlemek zorundadırlar. Benzer şekilde yatırımcıların da yatırımlarının başlangıç noktasını, stratejik hedeflerini ve yatırım kriterlerini net bir şekilde tayin etmeleri gerekmektedir. Bu süreç, sermayenin etkin bir şekilde yönlendirilmesi ve uzun vadeli başarı elde edilmesi açısından kritik öneme sahiptir.¹⁷

İş planı, girişimcilerin fikirlerini hayata geçirme sürecindeki ilk ve en önemli adımı teşkil etmektedir. Girişim sermayesi şirketleri, girişimcilerin bu planda neyi, nasıl gerçekleştireceklerini, kâr elde etme yöntemlerini ve yatırım yapılmasını mantıklı kılan unsurları ayrıntılı bir şekilde görmek istemektedirler. İş planı olmayan girişimcilerin ortaya koydukları fikirler ise genellikle dikkate alınmamakta ve yatırım sürecinde değerlendirme dışı bırakılmaktadır.¹⁸

Girişimi fonlayan taraf, iş planı ve projeyi inceledikten sonra uygun bulduğu takdirde, girişimciyi ve fikir sahibini görüşmeye davet etmektedir. Bu aşamada, fon sağlayıcı ve girişimci birlikte projenin fizibilite çalışmasını gerçekleştirip sonuçlarını değerlendirirler. Girişim sermayesi şirketi, projeye katılım şartlarını belirledikten sonra, projenin hayata geçirilmesi amacıyla bir şirket kurulur ve tarafların görev ve sorumlulukları netleştirilir. Şirket, belirlenen başarı ölçütlerine ulaştığında, girişim sermayesi şirketi, yatırım sözleşmesinde belirtilen şartlar doğrultusunda yatırımdan çıkış yapar.¹⁹

Girişim sermayesi finansman modelinde, öncelikli olarak girişim sermayesi şirketi ile yatırımcılar arasında bir fon kullanım sözleşmesi imzalanır. Bu sözleşmede, fonun kullanım süresi, girişim sermayesi şirketinin alacağı komisyon ve kârın paylaşım oranları detaylı bir şekilde belirlenir. Genellikle fonun süresi 2 ila 10 yıl arasında değişmekte, komisyon oranı %2 olarak belirlenmekte ve kâr dağılımı %80 yatırımcılara; %20 ise girişim sermayesi şirketine ait olacak şekilde düzenlenmektedir. Bu oranlar, taraflar arasındaki anlaşmanın ana unsurlarını teşkil eder.²⁰

¹⁶ Yasin İlğün, *Borsa İstanbul'da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi* (Niğde: Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2019), 26.

¹⁷ Zaimoğlu, *Risk Sermayesi*, 85.

¹⁸ Müge İşeri, *Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği* (İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001), 18.

¹⁹ İlğün, *Borsa İstanbul'da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi*, 27.

²⁰ İşeri, *Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği*, 18.

7. Girişim Sermayesi Şirketinin Girişim Şirketine Finansman Sağlama Yolları

Girişim sermayesi şirketleri, girişim şirketlerine iki temel yolla finansman sağlamaktadır: pay senedi alımı ve pay senedine dönüştürülebilir tahvil alımı. Pay senedi alımı doğrudan ortaklık sağlarken, paya dönüştürülebilir tahvil alımı, belirli şartlar dâhilinde paya dönüşme imkânı sunmaktadır.

7.1. Pay Senedi Alımı

Bu, doğrudan pay alımı yoluyla gerçekleştirilen ve en yaygın kullanılan finansman yöntemidir.²¹ Girişim sermayesi şirketleri, finansman sağlamak istedikleri şirketin pay senetlerini satın alarak bu işlemi gerçekleştirirler. Pay senedi alınarak yapılan yatırımlar tek seferde yapılmamaktadır. İlk etap yatırımı yaptıktan sonra girişim sermayesi şirketi izleme durumuna geçmekte bununla kendi riskini düşürürken girişimcinin motivasyonunu artırmayı hedeflemektedir. Eğer girişimci kendisinden beklenen başarıyı gösterirse yatırımlar devam etmektedir.²²

Yatırımın taşıdığı risk ve taraflar arasında yapılan anlaşmaya bağlı olarak, alınan pay senetleri adi ya da imtiyazlı pay senedi olabilmektedir.²³

7.1.1. Adi ve İmtiyazlı Pay Senetleri

Burada, pay alımı yoluyla gerçekleştirilen finansmanın değerlendirilmesinde, payın türü önemli bir kıstas teşkil etmektedir. Bu bağlamda, payların fikhî açıdan değerlendirilmesi, taşıdıkları özelliklere ve niteliklere göre ayrı ayrı yapılmalıdır. Her pay türü, İslam hukuku çerçevesinde farklı hükümlere tabi olup, bu farklılıkların dikkate alınarak değerlendirilmeleri gerekmektedir.

7.1.1.1. Adi Pay Senetleri

Bir şirketin payları, sahip oldukları haklar açısından adi ve imtiyazlı paylar olarak ikiye ayrılmaktadır. Adi paylar, değeri ve sahip olduğu haklar bakımından diğer hissedarlarla eşit olan paylardır. Bu tür paylar, İslam hukukuna göre meşru kabul edilmekte olup, bunların ihracı da câizdir. Adi paylar, şirketin kâr ve zarara katılımını ve oy hakkını eşit şekilde temsil eder, dolayısıyla fikhî açıdan herhangi bir sakınca

²¹ Çiller - t Çizakça, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, 127; Murat Çizakça, *İslam Dünyasında ve Batı'da İş Ortaklıkları Tarihi*, çev. Şehnaz Layık (İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1999), 46.

²² Atilla, *Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi*, 66.

²³ AAOIFI, *Faizsiz Finans Standartları* (İstanbul: TKBB Yayınları, 2024), 538; Mehmet Alper Aydın, *Girişim Sermayesi Kavramı ve Bankalar Açısından Girişim Sermayesi Uygulamaları (İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Örneği)* (İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2005), 45.

barındırmamaktadır.²⁴ Bunun yanı sıra, fikhî açıdan şirketlerin faaliyet alanları büyük önem arz etmektedir. Adi pay senetlerinin meşruiyeti, yalnızca payın yapısal özellikleriyle sınırlı olmayıp, bu payları ihraç eden şirketin faaliyetlerine de bağlıdır. Şirketin İslam hukuku çerçevesinde meşru kabul edilen alanlarda faaliyet göstermesi, pay alımının ve ihracının câiz olup olmadığının belirlenmesinde temel bir unsurdur. Dolayısıyla, adi pay senetleri almanın ve ihraç etmenin hükmü, ihraç eden şirketin faaliyetlerinden bağımsız olarak değerlendirilemez; faaliyetlerin meşruiyeti, pay senedi işlemlerine doğrudan etki eder.

7.1.2. İmtiyazlı Pay Senetleri

İmtiyazlı payların fikhî durumu ise her bir payın taşıdığı imtiyazın mahiyetine göre müstakil olarak değerlendirilmektedir. Genel itibarıyla, payların mali bir imtiyaz taşıması, örneğin sermayenin veya kârın belirli bir oranının garanti edilmesi yahut kâr paylaşımında ve tasfiye süreçlerinde öncelik hakkı tanınması gibi durumlar fıkhen câiz görülmemiştir. Bununla birlikte, idari ve icraî bazı imtiyazlara fikhî açısından cevâz verildiği anlaşılmaktadır.²⁵ Payların taşıdığı imtiyaza göre şu şekilde bir tasnif ve detaylandırma yapılması mümkündür:

7.1.2.1. Sahibine Kârdan Öncelikli Olarak Pay Alma Hakkı Veren Senetler

Bu tür imtiyazlara sahip senetler, sahiplerine kâr dağıtımında öncelik sağlamaktadır. Bu senet sahipleri, dağıtılacak kârın belirli bir kısmını alırken, diğer hissedarlar kalan kârı paylaşmaktadır. Fakat bu şekilde kârda öncelik tanıyan imtiyazlı payların alım satımı, fikhî açıdan câiz görülmemiştir. Zira pay senedi sahipleri, emek ve sermaye katkısı bakımından birbirine denk durumdadır. Şirkete emek veya bilgi gibi katkılar sunmaksızın yalnızca sermaye üzerinden kârda ayrıcalıklı bir uygulama yapılması, hiçbir mezhep tarafından câiz kabul edilmemiştir. Kârda farklı bir uygulamanın söz konusu olabileceği durumlar, ancak emek ve sermayenin birlikte değerlendirildiği hallerde mümkün olabilmektedir. Bu hususta da mezhepler arasında çeşitli görüş ayrılıkları mevcuttur. Hanefî ve Hanbelî mezhepleri, emek ve sermayenin birleşmesi durumunda kârda farklı bir uygulamayı câiz görürken, diğer mezhepler kâr paylaşımının sermaye oranına göre yapılması gerektiğini ifade etmektedir. Hanefî ve Hanbelî mezheplerine göre, kâr farklılığı ortakların birinin veya her ikisinin şirkette fiilen çalışması halinde

²⁴ Ahmet b. Muhammed el-Halil, *el-Eshûm ve's-senedât ve Ahkâmuhâ* (ed Damman: Dâru İbni'l-Cevzi, 1426/2005), 178.

²⁵ International Islamic Fiqh Academy (IIFA), "Qarâr bi-sha'n al-aswâq al-mâliyah" (Erişim 18 Mayıs 2024).

câizdir. Buna göre günümüzde kârda öncelik tanıyan pay senetleri, bu şartları taşımamaktadır.²⁶

7.1.2.2. Sahiplerine Yıllık Sabit Getiri Garantisi Sunan Senetler

Şirketin zarar veya kâr etmesinden bağımsız olarak belirli bir getiriye garanti eden imtiyazlı paylar, esas itibarıyla ortaklığı değil, borcu temsil etmektedir. Bu tür paylarla yapılan işlemler, aslında bir ortaklık akdi değil, borç akdi mahiyetindedir. Yıllık getirisi ise fikhî açıdan faiz hükmündedir. Bu şekilde bir ortaklık modeli, hiçbir mezhep tarafından kabul edilmemektedir. Zira bu yapı, ortaklığın fikhî ve temel esaslarına aykırıdır. Ortaklıkta, kâr ve zararın birlikte paylaşılması esası varken, böyle bir garantili getiri uygulaması, ortaklık prensiplerine uygun düşmemektedir.²⁷

7.1.2.3. Tasfiye Durumunda Sahibine Öncelik Sağlayan Pay Senetleri

Bu tür bir imtiyaza sahip senet, sahibine diğer adi pay sahiplerinden farklı olarak, sermaye payını tasfiye anında diğer ortaklardan önce alabilme hakkı tanımaktadır. Ancak bu tür bir imtiyaz, zararın sermaye oranında paylaşılması esasına aykırı bir duruma yol açmaktadır. Zira, tasfiye durumunda şirketin kalan mal varlığından imtiyazlı pay sahibinin öncelikle sermaye payını alması, diğer ortaklara herhangi bir pay bırakmayabilir. Bu durum ise adalet ve hakkaniyet ilkeleriyle bağdaşmayan bir sonuç doğurur. Böyle bir uygulamanın, fikhî açıdan ortaklık esaslarına aykırı olduğu değerlendirilmiştir. Zira İslamî ortaklık hukukunda, kâr ve zarar paylaşımında eşitlik ve hakkaniyet prensipleri esastır. Bu tür bir imtiyaz, diğer ortakların haklarının ihlaline yol açacağından câiz görülmemiştir.²⁸

7.1.2.4. Sermaye Artırımı Esnasında Sahibine Önalım Hakkı Tanıyan Pay Senetleri

Bu tür bir imtiyaz, sermaye artırımı durumunda mevcut pay senedi sahiplerine öncelikli alım hakkı tanıyarak şirkete yeni ortakların girişini sınırlama işlevi görmektedir. Ana sözleşmelere konulan önalım haklarının temel amacı, pay senetlerinin satışı halinde hak sahibine öncelik tanımak, böylece pay senetlerinin üçüncü kişilere devrini önlemek ve istenmeyen kişilerin ortaklık yapısına dâhil olmasını engellemektir. Pay

²⁶ Vehbe ez-Zühaylî, *el-Mu'âmelâtü'l-mâliyye el-Mu'âsıra* (Dımaşk: Dâru'l Fikr, 2002), 419-420; Halil, *el-Eshüm ve's-senedât ve Ahkâmuhâ*, 179; Servet Bayındır, *Fikhî ve İktisadî Açından İslamî Finans-II (Para ve Sermaye Piyasaları)* (İstanbul: Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015), 78.

²⁷ Zühaylî, *el-Mu'âmelâtü'l-mâliyye el-Mu'âsıra*, 419; Halil, *el-Eshüm ve's-senedât ve Ahkâmuhâ*, 179; Bayındır, *İslamî Finans*, 78.

²⁸ Zühaylî, *el-Mu'âmelâtü'l-mâliyye el-Mu'âsıra*, 180, 422; Bayındır, *İslamî Finans*, 78; AAOFI, *Faizsiz Finans Standartları*, 335.

senetlerine ilişkin bu tür bir imtiyaz, sözleşme tarafları ile pay sahipleri arasında bir bağ oluşturarak ortaklık yapısının korunması ve istikrarının sağlanması hedeflenmektedir.²⁹ Bu durum, hâlihazırdaki ortaklar arasında bir haksızlık doğurmamaktadır ve İslam hukukundaki şüf'a (ön alım) hakkıyla da uyum içerisinde değerlendirilebilir. Zira şüf'a hakkı, ortakların menfaatlerini korumayı ve ortaklar arasındaki dengeyi sağlamayı hedefleyen bir uygulamadır. Bu bağlamda, mevcut ortakların haklarının korunmasına yönelik olan bu öncelik tanıma durumu, İslamî esaslara uygun kabul edilmektedir. Yeni ortakların girişinin sınırlandırılması, mevcut ortaklık yapısının devamını sağlamak açısından adil bir uygulama olarak değerlendirilebilir.³⁰

Şüf'a hakkı, esasen gayrimenkullerle ilgili bir uygulamadır. Gayrimenkulün satışı sırasında, öncelikli alım hakkı komşulara tanınarak, yeni mülk sahipleri ile eski mülk sahipleri arasında doğabilecek anlaşmazlıkların önüne geçilmesi hedeflenmektedir. Bu çözüm, mülkiyetin el değiştirmesi sürecinde adaleti ve toplumsal barışı koruma amacı taşımaktadır. Benzer şekilde, pay senetleri gayrimenkul niteliğinde olmamakla birlikte, eski pay sahiplerine tanınan ön alım hakkı da şirket yönetimine yeni ortakların girmesini ve yönetim içerisinde doğabilecek anlaşmazlıkların önlenmesini sağlamaktadır. Bu bağlamda, şüf'a hakkının şirket ortamındaki bir yansıması olarak değerlendirilebilecek olan bu uygulama, mevcut ortaklar arasında denge ve uyumun korunmasına hizmet edeceği düşünülebilir.

7.2. Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahvil Alımı

Girişim sermayesi şirketi, bu finansman yöntemiyle girişimci şirkete borç sağlayarak karşılığında tahvil elde etmektedir. Girişim sermayesi şirketi, alacağı ödemede iki seçenekten birini tercih edebilir: İlk olarak, verdiği borcun geri ödenmesini kabul etme; ikinci olarak ise, önceden belirlenmiş bir fiyattan pay senetlerini alma seçeneği sunulmaktadır. İkinci seçeneğin tercih edilmesi durumunda, girişim sermayesi şirketi, alacağını pay senedine dönüştürmüş olur.³¹ Bu borçlanmanın diğer borçlanma türlerinden ayırt edici özellikleri şunlardır: Bir teminata dayanmaması, diğer alacaklılara göre

²⁹ Direnç Akbay, "Anonim Ortaklık Pay Sahipleri Arasında Yapılan Önalım Hakkı İçeren Sözleşmeler," *İstanbul Hukuk Mecmuası* 77/2 (2019), 702.

³⁰ Halil, *el-Eshüm ve's-senedât ve Ahkâmuhâ*, 181; Bayındır, *İslamî Finans*, 79.

³¹ Çiller - Çizakça, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, 127.

ikincil derecede bir borç niteliği taşıması ve sabit bir faiz oranı ya da LIBOR³² (Londra Bankalararası Faiz Oranı) üzerinden hesaplanan bir faiz oranı içermesidir.³³

Bu finansman, öz kaynak ve borç finansmanı arasında bir konumda yer almaktadır. Bu yöntem uygulandığında, girişimcinin ortaklığa katılması ileri bir tarihe ertelenir ve böylece girişimci, öz kaynak yatırımıyla ilişkilendirilen riskleri belirli bir süre için ertelemiş olur.³⁴ Bu tahviller, bir şirketin finansal ihtiyaçlarını karşılamak amacıyla çıkarıldığı ve vade sonunda tahvil sahibine ödeme yapmak yerine pay senedi verme imkânı sunan bir tahvil türüdür. Bu durumda tahvil sahibine iki seçenek sunulmaktadır: Ya parasını geri almayı tercih eder ya da şirkete ortak olarak pay senedi sahibi olur.³⁵ Bu tahviller, ihraç eden şirketin sermaye artırımı amacıyla çıkaracağı paylara dönüştürülebilir niteliktedir. Ayrıca, bu tahvillerin nâma, hâmiline veya emre yazılı şekilde düzenlenmesi mümkündür, böylece şirketin finansal yapısına esneklik kazandırır.³⁶

Paya dönüştürülebilir tahvillerin özelliklerini taşıyan, ancak dönüştürme işlemi gerçekleştiğinde adi pay yerine imtiyazlı paya dönüştürülen tahvil türleri de mevcuttur. Bu tür tahvillere "warrant ekli tahvil" adı verilmektedir. Warrant³⁷ ekli tahviller, yatırımcılara daha fazla hak ve ayrıcalık sunan imtiyazlı paylara dönüştürme imkânı tanıyarak, yatırımcının şirketteki konumunu güçlendirmektedir.³⁸

Öz sermayesi olmayan veya öz sermaye kullanmayı tercih etmeyen şirketlerin, paya dönüştürülebilir tahviller aracılığıyla daha düşük maliyetle finansman ihtiyaçlarını karşılamaları mümkündür. Ayrıca, gelecekte faiz oranlarının düşmesi ve pay senedi değerlerinin artması beklendiğinde, bu tür tahviller çıkarılarak, tahvillerin pay senedine dönüştürülmesi ve faiz ödeme yükünden kurtulma hedeflenebilir. Ekonomik dalgalanmalara fazlasıyla maruz kalan pay senetleri, yatırımcı açısından paya

³² Hâlihazırda LIBOR'un manipüle edilmesi vs. gerekçelerle onun yerine konan SOFR (Secured Overnight Funding Rate) bu tür sözleşmelerde dikkate alınabilir. Sumit Kumar, "Risk Rationalization of OTC Derivatives in SOFR (Secured Overnight Funding Rate) Transition: Evidence from Linear Interest Rate Derivatives", *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 26/3 (2022), 1.

³³ Zaimoğlu, *Risk Sermayesi*, 7.

³⁴ Atilla, *Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi*, 67.

³⁵ Pınar Yılmaz, *Ticaret Hukuku I* (Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2003), 252.

³⁶ Hüseyin Ülgen vd., *Kıymetli Evrak Hukuku* (İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2014), 39.

³⁷ Belirli sayıda adi pay senedini belirli bir fiyattan satın almayı sağlayan bir hak (opsiyon). Aypek vd., *Ekonomik Terimler Sözlüğü: Açıklamalı ve İngilizce Karşılıklı*, 677.

³⁸ Mehmet Civan - Mustafa Uğurlu, "Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ'lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi", *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 21/1 (2002), 88.

dönüştürülebilir tahvillerle daha düşük riskli bir yatırım aracına dönüşmekte; ihraççı şirket için ise daha düşük maliyetli finansman sağlama fırsatı sunmaktadır.

Tahvil ihracı amacıyla yayımlanan izahname, girişim sermayesi şirketi açısından bir icaba davet niteliği taşıırken, bu şirketin satın alma taahhüdü ise bir icap anlamına gelir. Girişim şirketi, girişim sermayesi şirketinin bu satın alma taahhüdünü kabul ettiğinde, kabul gerçekleşmiş olur ve böylece sözleşme kurulmuş sayılır. Bu sözleşme girişim şirketine, kabul edilen paya dönüştürülebilir tahvil (PDT) alım talebi doğrultusunda, söz konusu tahvilleri girişim sermayesi şirketine devretme yükümlülüğünü yüklerken; girişim sermayesi şirketine de bu tahvillerin bedelini ödeme yükümlülüğü getirir. Girişim şirketi, izahnamede belirtilen şartlara uygun olarak PDT'yi girişim sermayesi şirketinin hesaplarına aktarmakla sorumludur. Eğer PDT tahsisli satış yöntemi ile satılmamış ve bu nedenle bir aracı kurum kullanılmışsa, tahvillerin bedellerinin tahsili aracı kurumun sorumluluğunda olacaktır. Ancak tahsisli satış yöntemi uygulanmışsa, aracı kurum kullanımına gerek olmaz.³⁹

Girişim şirketini PDT ihracına sevk eden temel sebep, finansman ihtiyacıdır. PDT bedelleri, şirketin finansman açığını kapatmak amacıyla kullanılır. Uygulamada, uzun vadeli finansman ihtiyaçlarının karşılanması için PDT ihraç edilmesi yaygın bir yöntemdir. Bu süreçte girişim sermayesi şirketinin tek yükümlülüğü, taahhüt etmiş olduğu PDT bedellerini eksiksiz bir şekilde ödemektir.⁴⁰

7.2.1. Anapara Güvencesi

Tahviller, vade bitiminde anaparanın ödeneceğine dair bir güvence sunar. Aynı şekilde, PDT de anapara ödemesini güvence altına alır. Tahvillerde anapara ödemesi vade sonunda ya da kupon ödemeleri sırasında yapılabilirken, PDT'ler dönüştürme hakkı içerdiği için anapara ödemesi yalnızca vade sonunda gerçekleştirilebilir. Dönüştürme hakkının kullanılması durumunda ise ana para karşılığında nakdi bir ödeme yapılmaz. Yatırımcılar yalnızca vade gününe kadar biriken faizleri alabilirler. Anapara yerine girişim şirketinin paylarına sahip olurlar.⁴¹

7.2.2. Faiz Getirisi

PDT, diğer tahvillerde sunulan faiz getirisini aynı zamanda pay alma hakkıyla birleştiren bir finansman aracıdır. Pay alma hakkı içermesi nedeniyle, adi tahvillere

³⁹ Gökhan Aydoğan, *Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahviller* (Erzurum: Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2013), 146.

⁴⁰ Aydoğan, *Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*, 146.

⁴¹ Çizakça, *İslam Dünyasında ve Batı'da İş Ortaklıkları Tarihi*, 46; Aydoğan, *Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*, 149.

kıyasla faiz oranları daha düşük seviyededir. Faiz oranları ve ödeme koşulları, ihraç edilen izahnamede belirtilir ve bu şartlar girişim şirketi tarafından belirlenir. Faiz oranlarının düşük olması ve pay alma hakkı sunması, PDT'yi girişim sermayesi şirketi açısından cazip hale getirebilecek bir seçenek yapar. Eğer girişim sermayesi şirketi veya PDT sahibi, dönüştürme hakkını kullanmazsa, vade sonunda anaparasını ve belirlenmiş faizini geri alma hakkına sahip olur.⁴²

PDT'de, faiz alma hakkı ile dönüştürme hakkı birbirinden bağımsız iki ayrı hak- tır. PDT sahibi girişim sermayesi şirketi, dönüştürme işlemini gerçekleştirse dahi, izah- namede belirlenmiş şartlar ve oranlar doğrultusunda faiz alma hakkını korur. Ancak, PDT sahibi birikmiş faiz alacaklarını da paya dönüştürebilir ve böylece faiz yerine, giri- şim şirketinden pay alma yolunu seçebilir. Bu durum, PDT sahiplerine esneklik sağlaya- rak, yatırımlarını farklı şekillerde değerlendirme imkânı tanır.⁴³

Ancak tahvillerin paya dönüştürülmesinden sonra, ortaklık ilişkisi tesis edilmiş olmaktadır. Bu durumda, dönüştürülmüş pay sahipleri lehine birtakım ayrıcalıklar ta- nınmaktadır. Bu ayrıcalıkların mahiyetine bakıldığında, çoğunlukla finansal nitelikte oldukları görülmektedir. Şöyle ki, girişim sermayesi şirketi, henüz ortaklığın kârları re- alize edilmeden, tasfiye değeri üzerinden kendi kâr payını talep etme hakkına sahip ol- maktadır. Oysa bir ortağa tasfiye sırasında veya kâr dağıtımında öncelik tanınması, İs- lam hukukunun kâr ve zarar paylaşımı esasına aykırı düşmekte ve fikhî açıdan câiz gö- rülmemektedir. Zira bu durum, ortaklar arasında adalet ve hakkaniyet ilkelerinin zede- lenmesine yol açmaktadır.⁴⁴

İzahnamede belirtilen şartlar ve koşullar çerçevesinde, PDT için belirlenen faiz oranı sabit olabileceği gibi, değişken bir faiz oranı da düzenlenebilir. Değişken bir faiz oranı belirlenmesi, PDT faizinin piyasadaki cari faiz oranlarının altında kalmasını önle- yerek, yatırımcılar için enflasyon risklerini minimize etme imkânı sunar. Bu sayede, faiz oranları piyasa koşullarına göre ayarlanarak, hem PDT sahipleri için getiri korunmuş olur hem de girişim şirketi finansman koşullarında esneklik sağlayabilir.⁴⁵

PDT sahipleri, tahvil alarak şirkete borç verdiklerinde, esasen bir menfaat elde etme amacı taşımaktadırlar. Bu menfaat, ya tahvilin geri ödemesinin faizli bir şekilde yapılması ya da şirket paylarında meydana gelen artıştan faydalanarak şirkete ortak olma düşüncesine dayanır. Tahvillerde de kupon ödemeleri veya itfa tarihinde

⁴² Aydoğan, *Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*, 150.

⁴³ Aydoğan, *Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*, 151.

⁴⁴ Abdullah Durmuş, “Yatırım Fonlarının Fikhî Niteliği”, *Güncel Dinî Meseleler İstişare Toplantısı- X*, ed. Mustafa Çakır - Fatih Mehmet Aydın (Ankara: Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020), 266.

⁴⁵ Aydoğan, *Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*, 151.

anaparanın yanı sıra faiz ödenmesi şart koşulduğundan, bu işlemlerin "ribâ" (faiz) kapsamında değerlendirilmesinin önünde bir engel bulunmamaktadır. Faiz esaslı borç senetlerinin her türü, borç senedi ihraç etmek veya satın almak suretiyle gerçekleştirildiğinde, faizli karz (ödünç) niteliğinde olması sebebiyle İslam hukukunda haram kabul edilmiştir. Çünkü borç senedi sahipleri, sabit bir faiz geliri elde etmekte ve bu, karzda şart koşulmuş bir fazlalık anlamına gelmektedir ki bu da ribânın kapsamına girmektedir.⁴⁶ PDT, her ne kadar yatırımcının ileride paya dönüştürme tercihinine bağlı olarak farklı bir yapıya bürünebilse de başlangıçta bir faiz ödemesi şart koşulduğu için diğer tahvillerle aynı hükme tabi tutulmaktadır. Daha önce de ifade edildiği gibi faiz getirisi, PDT'nin dönüşmesinden bağımsız olarak sabit bir hak olarak kalmaktadır. Bu durum, İslam hukukunda faiz (ribâ) kapsamına girmekte ve PDT sözleşmesi, fâsid (geçersiz) şartlar içeren bir borç sözleşmesi olarak değerlendirilmektedir.

Sözleşmedeki fâsid şart, faiz ödenmesi şartıdır. Bu konuda mezhepler arasında görüş ayrılıkları bulunmakla birlikte, Mâlikîler'e göre böyle bir sözleşme bütünüyle geçersizdir. Şâfiî, Hanefî ve Hanbelî mezheplerine göre ise sözleşmedeki faizle ilgili şart geçersiz sayılırken, sözleşmenin kendisi geçerli olmaya devam eder. Ancak bu üç mezhep, faizli şartın akdin genel geçerliliğine zarar vermemesi gerektiğini kabul etmektedir ki bu da sözleşmenin sadece fâsid olan kısmının iptal edilmesi gerektiği anlamına gelir. Bu nedenle, paya dönüştürülebilir tahvillerde de başlangıçtaki faiz şartı nedeniyle, sözleşmenin İslam hukukuna uygunluğu tartışmalı hale gelmektedir.

PDT, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliğine göre bir borçlanma aracı olarak tanımlanmakta olup, niteliği itibarıyla incelendiğinde, aslında bir karz akdi olduğu ve bu akdin içinde menfaat şartı bulunduğu görülmektedir. İslam hukukunun esaslarına göre, karz akdinde şart koşulan menfaat, faiz olarak değerlendirilir. PDT'lerde açıkça belirtilen anapara güvencesi ve faiz getirisi, bu tür bir sözleşmenin menfaat şartı içeren bir karz olduğuna hükmedilmesine neden olmaktadır.

PDT'yi, paya dönüştürülme imkânı sağlaması açısından değerlendirdiğimizde, pay alımının belirli şartlar altında câiz olması mümkündür. Ancak, burada önemli olan husus, pay alımından önce faiz içeren bir borç sözleşmesinin yapılmasıdır ki, bu durum İslam hukukuna göre fâsid bir sözleşme olarak kabul edilir.⁴⁷ Faiz içeren bu tür sözleşmeler, başlangıç itibarıyla taraflar arasında faizli borç ilişkisi doğurduğundan dolayı meşru değildir. Dolayısıyla, her ne kadar PDT belirli şartlarda paya dönüştürme imkânı

⁴⁶ Abdullah b. Muhammed el-İmranî, *el-Menfe'atü fi'l-Karz* (Riyad: Dâru Küñûzi İşbiyya, 2010), 457.

⁴⁷ H. Yunus Apaydın, "Fesad", *Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi* (İstanbul: TDV Yayınları, 1995), 12/418.

tanısa da sözleşmenin başlangıç aşamasında faizli bir borç ilişkisi kurulması nedeniyle câizliği tartışmalı hale gelmektedir.⁴⁸

8. Girişim Sermayesi – Mudârebe İlişkisine Dair Değerlendirmeler

Burada, girişim sermayesi ile mudârebe arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalar incelenip, bu çalışmalarda sunulan yaklaşımlar değerlendirilecektir. Öncelikle, girişim sermayesi uygulamaları üzerine eser veren araştırmacıların görüşleri herhangi bir yoruma yer verilmeden aktarılacak; ardından bu görüşler ışığında ilgili değerlendirmeler ve konuya dair kendi bakış açımız ifade edilecektir.

Hamdi Döndüren, risk sermayesi şirketi ile İslamî finansman yöntemi olan mudârebe arasında önemli benzerlikler bulunduğunu ifade etmektedir. Döndüren'e göre, risk sermayesi şirketi, kamudan ya da özel sektörden elde ettiği sermayeyi dikkatli bir şekilde belirli projelere aktardığında, bu yapıda risk sermayesi şirketi mudârip olarak kabul edilebilir. Proje sahibi girişimci şirket ise alt mudârib rolündedir. Finansmanı sağlayan kamu veya özel sektör, bu durumda sermayedar konumundadır. Bu benzetme, risk sermayesi şirketlerinin, sermaye temin etme ve projelere kaynak aktarma süreçlerinin, mudârebe sözleşmesiyle paralellik gösterdiğini ortaya koymaktadır.⁴⁹ Döndüren ekonomik açıdan gelişmiş ülkelerin, faizli kredi yönteminden uzaklaşarak risk sermayesine yöneldiklerini ifade etmekte; bu modelin, İslam'ın asırlar önce uygulamaya koyduğu mudârebe sistemi ile benzerlik gösterdiğini vurgulamaktadır.⁵⁰

Murat Çizakça, mudârebenin 10. yüzyıldan itibaren Avrupa'ya "Commenda" adıyla girdiğini ve yayıldığını ifade ettikten sonra, Commenda'nın 20. yüzyılda risk sermayesine dönüştüğünü dile getirmektedir.⁵¹ Mudârebe ile risk sermayesinin felsefelerinin birbirine benzediğini belirten Çizakça, her iki modelde de kâr-zarar ortaklığı esasının geçerli olduğunu vurgulamaktadır. Kârın oransal olarak pazarlık yoluyla belirlendiğini, zarar durumunda ise mudârebe akdinde olduğu gibi zararın sermayedara ait olduğunu örnekendirerek, mudârebe ve risk sermayesini tamamen benzer prensipler üzerine kurulmuş ortaklık yapıları olarak nitelendirmektedir.⁵²

Servet Bayındır, girişim sermayesinin başlangıcını 1946 yılına dayandırmanın isabetli olmadığını, emek ve sermaye ortaklığına dayandığı için bu tür uygulamaların

⁴⁸ Batuhan Buğra Akartepe, "Borsada İşlem Gören Borçlanma Araçlarının Fıkhi Analizi", *Güncel Dinî Meseleler İstişare Toplantısı*- X, ed. Mustafa Çakır - Fatih Mehmet Aydın (Ankara: Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020), 132.

⁴⁹ Hamdi Döndüren, "İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi", *İslamî Araştırmalar* 6/1 (1992), 22.

⁵⁰ Hamdi Döndüren, *Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmi* (İstanbul: Erkam Yayınları, 1993), 440.

⁵¹ Çiller - Çizakça, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, 152.

⁵² Çiller - Çizakça, *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*, 178.

Hız. Peygamber öncesine kadar götürülmesinin daha doğru olacağını vurgulamaktadır. Ayrıca bunun, açıkça mudârebe olduğunu ifade etmektedir. Bayındır, mudârebe ile girişim/risk sermayesini karşılaştırarak her ikisinin de birer finansman enstrümanı olduğunu, ancak faizle bir ilgilerinin bulunmadığını belirtir. Her iki finansman modelinin de ortaklık esasına dayandığını, diğer ortaklıklardan farklı olarak zarar durumunda girişimcinin emeğini; sermayedarın ise sermayesini kaybettiğini dile getirir. Kâr paylaşımının ise oransal olarak gerçekleştiğini ifade ettikten sonra, her iki finansman modelinde de tarafların birden fazla olabileceğine işaret eder. İslam hukukçularının, mudârebe akdi çerçevesinde kullanılacak fonların helal yollardan değerlendirilmesine büyük önem verdiklerini belirten Bayındır, girişim sermayesi uygulamalarında da bu hususa dikkat edilmesi durumunda meşruiyetle ilgili herhangi bir şüpheye mahal kalmayacağını ifade etmektedir.⁵³

Cemal Kalkan, mudârebe ile girişim sermayesi arasında kurulan benzerliğin, mudârebeye işleticinin kusur ve ihmali bulunmadığı sürece meydana gelen zarardan sorumlu tutulmaması prensibine dayandığını belirtmektedir. Ancak girişim sermayesinin, mudârebeye kıyasla belirgin farklılıklar gösterdiğini vurgulayan Kalkan; bu farklılıkların başında girişim sermayesinin üçlü bir yapıya sahip olması, ortaklık şeklinde örgütlenmesi, sermaye sağlayan tarafın aktif bir ortak rolünde bulunması ve girişimcinin girişim sermayesi şirketi nezdinde adeta ücretli bir işçi gibi çalışması olduğunu dile getirir. Mudârebeye böyle bir yapının olmadığını ifade eden Kalkan, her iki finansman yöntemi arasında benzerlikler bulunmakla birlikte, bu benzerliklerin girişim sermayesinin mudârebenin bir devamı olduğu sonucunu doğurmadığını savunmaktadır. Ona göre, girişim sermayesi şirketi, mudârebeden ziyade “ortaklık” yapısına daha çok benzemektedir.⁵⁴

Girişim sermayesi modelinde üç tarafın -girişim sermayesi şirketine fon sağlayanlar, girişim sermayesi şirketi ve girişim şirketi- yer aldığı ve girişim sermayesi şirketinin üst mudârib olarak değerlendirildiği yaklaşımlar, Türkiye’deki duruma tam olarak uymamaktadır. Türkiye’deki uygulamada, GSYO birer anonim şirket olarak kurulmakta olup, ellerindeki sermaye de kendi öz sermayelerinden oluşmaktadır. Halka açık olan GSYO’nun paylarını satın alanlar da bu şirketlerin ortakları konumundadır. Bu bağlamda, girişim sermayesinin mudârebe modeli olarak değerlendirilmesi halinde, girişim sermayesi şirketinin mudârib değil, sermayedar rolünde olması gerektiği anlaşılmaktadır. Söz konusu halka açık bir GSYO’nun payı satın alındığında yatırımcı şirkette

⁵³ Servet Bayındır, *İslam Hukuku Penceresinden Faizsiz Bankacılık* (İstanbul: Rağbet Yayınları, 2005), 112.

⁵⁴ Cemal Kalkan, *Mudârebe Sözleşmesinde Kâr* (İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2020), 35.

ortak konumuna gelmiş olacak ve Re'sülmâl'e ortak olması hasebiyle de rabbü'l-mâl konumuna gelecektir.

Mudârebe ve girişim sermayesinin birer finansman enstrümanı olup faizle ilişkilerinin bulunmadığı şeklindeki değerlendirmeyi şu şekilde açıklamak mümkündür: Öncelikle, finansman bir girişimin büyüyebilmesi ve sürdürülebilir bir şekilde faaliyet gösterebilmesi için gerekli olan sermaye ve kredi kaynaklarını temin etme sürecidir.⁵⁵ Mudârebe akdinde, esas olarak bir ticari faaliyet gerçekleştirilmesi ve bu faaliyetten elde edilen kârın taraflar arasında paylaşılması tek amaçtır. Buna karşılık, girişim sermayesinde kredi sağlama işlevi daha öne çıkmaktadır. Ancak, her iki modelin de faizle ilişkilerinin olmadığı şeklindeki yargı eksik kalmaktadır. Girişim sermayesi şirketlerinin kullandığı finansman yöntemlerinden biri olan paya dönüştürülebilir tahvil alımı seçeneğinde, faiz doğrudan devreye girmektedir. Bu durumda, sermaye sağlayıcılarının kâr-zarar ortaklığından ziyade faiz getirisi beklentisi söz konusu olabilmektedir. Dolayısıyla girişim sermayesinin tümüyle faizsiz olduğunu söylemek doğru değildir.

Mudârebe ve girişim sermayesinin felsefelerinin benzer nitelikte olduğu ve her ikisinde de kâr-zarar ortaklığının bulunduğu değerlendirmesi, sadece girişim sermayesi şirketinin girişim şirketinden adi pay alımı yaptığı durumlarda geçerlidir. Adi pay alımı, kâr ve zararın eşit şekilde paylaşılmasına dayandığı için mudârebe ile paralellik göstermektedir. Ancak, imtiyazlı pay alımı söz konusu olduğunda, kâr ve zarar paylaşımı eşit seviyede gerçekleşmez. Zira imtiyazlı hissedarlar, genellikle öncelikli kâr payı alma ve sermaye iadesi haklarına sahiptirler. Ayrıca, PDT yoluyla yapılan yatırımlarda, yatırımcı zarar paylaşımına katılmadığı için mudârebe ile doğrudan bir benzerlik kurulması mümkün değildir. Bu tür yatırımlarda, zarar paylaşımı yerine faiz getirisi ya da sabit bir getiri beklentisi ön plana çıkmaktadır.

Girişim sermayesi ve mudârebenin birbirine benzemediği yönündeki gerekçelerden biri olarak öne sürülen "üçlü yapı" konusu, Türkiye'deki GSYO için geçerli değildir. Türkiye uygulamasında GSYO, genellikle bu tür bir yapıyı barındırmaz. Ayrıca, girişim sermayedarının aktif bir ortak olması durumu, tüm girişim sermayesi yatırımları için geçerli değildir. Girişim sermayedarları, pasif ortaklar olarak da yer alabilirler; bu durumda, işin yönetimine doğrudan katılmazlar.

Girişimcinin sermayedarın yanında ücretli işçi gibi çalışması durumu da vakıayla örtüşmemektedir. Pay alımı yoluyla yapılan finansmanlarda girişimci, girişim sermayesi şirketinin ortağı konumundadır. Paya dönüştürülebilir tahvillerle yapılan yatırımlarda ise tahviller paya dönüştürülmediği sürece girişimci borçlu konumunda olur.

⁵⁵ Türk Dil Kurumu (TDK), "Finansman" (Erişim 22 Mayıs 2024).

Ancak, dönüştürme gerçekleştiğinde girişimci, girişim sermayesi şirketinin ortağı haline gelir. Dolayısıyla, girişimcinin ücretli bir işçi gibi değerlendirilmesi doğru bir yaklaşım değildir.

Sonuç

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının (GSYO) girişim şirketlerine finansman sağlarken uyguladıkları pay alımı veya paya dönüştürülebilir tahvil alımı gibi yöntemleri, İslam hukuku açısından değerlendirmek, bu yapıların çeşitli akit türleriyle olan ilişkilerini anlamayı zorunlu kılmaktadır. GSYO'lar, finansman süreçlerinde taraflar arasında bir pay sahipliği sözleşmesi düzenlemekte olup, bu sözleşme kapsamında alınacak pay türü, şirket yönetimine katılım düzeyi ve işleyişe müdahale gibi unsurlar yer almaktadır. Söz konusu unsurlar, İslam hukukundaki farklı akit türleriyle ilişkilendirilebilecek bir mahiyettedir.

GSYO'nun anonim şirket statüsüne sahip olduğu durumlarda, iki tarafın da sermaye koyması suretiyle bir ortaklık yapısının oluşması, İslam hukukundaki inân akdi ile benzerlik göstermektedir. İnân ortaklığında, tarafların sermaye katkıları esas alınmakta ve kâr ile zarar paylaşımı bu katkılar doğrultusunda gerçekleştirilmektedir. Bununla birlikte, girişimcinin yalnızca bir fikirle başvurduğu ve girişim şirketinin kuruluş masraflarının GSYO tarafından karşılandığı durumlar, İslam hukukundaki mudârebe akdine benzeyebilir. Ancak GSYO'lar, girişimcileri tamamen serbest bırakmak yerine, şirket işlerine aktif veya pasif müdahil olabilmektedir. GSYO'lar sermayeyi kademeli olarak girişim şirketine aktarmakta ve bu sermayenin kullanımına yönelik kısıtlamalar getirebilmektedir. Bu uygulama, mukayyet mudârebe şeklinde değerlendirilebilir.

Girişim sermayesinin finansmanında kullanılan pay türleri, İslam hukuku açısından ayrı bir değerlendirmeyi gerektirir. Adi pay senetleri, kâr ve zarara eşit şekilde katılım sağladıkları için genelde fıkhen meşru kabul edilmektedir. Ancak, bir şirketin İslam hukuku açısından meşru kabul edilebilmesi için, faaliyet alanlarının ve gerçekleştirdiği işlemlerin İslami prensipler doğrultusunda helal ve meşru olması şarttır. İmtiyazlı paylar ise taşıdıkları ayrıcalıklara bağlı olarak fikhî açıdan tartışmalıdır. Kârda öncelik tanıyan veya sabit getiri garantisi sunan imtiyazlı pay senetleri, fıkhen câiz görülmemektedir. Zira bu tür uygulamalar, İslam hukukundaki kâr ve zararın birlikte paylaşılması ilkesine aykırıdır. Benzer şekilde, tasfiye durumunda öncelik hakkı sağlayan paylar da ortaklık esaslarını ihlal ettiği gerekçesiyle meşru kabul edilmez.

Öte yandan, sermaye artırımını esnasında sahibine önalım hakkı tanıyan pay senetleri, mevcut ortakların haklarının korunmasına yönelik bir uygulama olarak değerlendirilmekte ve İslam hukukundaki şüf'a (ön alım) hakkıyla uyumlu

bulunabilmektedir. Şüf'a hakkı, ortaklık yapısının korunması ve denge sağlanması amacıyla fıkhen meşru görülmektedir.

Paya dönüştürülebilir tahviller (PDT) gibi finansal araçlar, sermaye sahibine anapara garantisi sağlayarak kâr ve zarar paylaşımını ortadan kaldırmakta ve İslam hukukunun temel ilkelerinden biri olan risk paylaşımı ilkesine aykırı bir yapı sunmaktadır. Bu araçların faizli borç işlemleri kapsamında değerlendirilmesi, İslam hukukunda meşru bir finansal enstrüman olarak kabul edilmelerine engel teşkil etmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliğine göre bir borçlanma aracı olarak tanımlanan PDT'ler, esasen karz akdi niteliği taşımakta ve bu akitte menfaat şartı bulunduğu için ribâ olarak değerlendirilerek meşruiyeti tartışmalı hale gelmektedir.

PDT'lerin paya dönüştürülebilme özelliği dikkate alındığında, pay alımının belirli şartlarda câiz olabileceği ifade edilse de, bu tür bir dönüşümün öncesinde faiz içeren bir borç sözleşmesinin yapılması, akdin başlangıç itibarıyla fâsid olarak nitelendirilmesine neden olmaktadır. Zira sözleşmenin temelinde faizli bir borç ilişkisinin bulunması, İslam hukukunun ortaklık ve risk paylaşımı esaslarına tamamen ters düşmektedir. Bu durum, paya dönüşüm ihtimalinin varlığına rağmen PDT'lerin İslam hukuku çerçevesinde câiz kabul edilmesini imkânsız hale getirmektedir.

Bu tahvillerin yatırımcı açısından sağladığı anapara garantisi ve sabit getiri, İslam hukukunun ortaklık modellerine ilişkin temel prensiplerinden biri olan "kâr ve zararın paylaşılması" ilkesini ihlâl etmektedir. GSYO, sermayesini herhangi bir kayıp riski olmaksızın garanti altına alırken, şirketin başarısına bağlı olarak ortaklık ilişkisini ileri bir tarihe ertelemekte ve çoğunlukla yalnızca likidite elde etmeye odaklanmaktadır. Dolayısıyla, PDT'ler, GSYO'ya riskten bağımsız bir kâr sağladığı ya da sağlamayı sözleşme gereği içerdiği için İslam hukukuna uygunluğu mümkün görünmemektedir.

PDT'lere benzer şekilde, adi pay yerine imtiyazlı paya dönüştürülebilir warrant ekli tahviller de dönüşüm sonrası ayrı bir fikhî değerlendirme gerektirmektedir. Bu tür araçlarda, imtiyazlı paya dönüşüm sonrası elde edilen imtiyazların mahiyeti, hükmün tayininde belirleyici olmaktadır. İmtiyazlı payların, mahiyetine bağlı olarak meşruiyet tartışmalarını beraberinde getirdiği göz önüne alındığında, bu araçların da İslam hukukuna uygunluğu açısından detaylı bir analiz gereklidir.

PDT'lerin bir diğer dikkat çekici yönü ise, sözleşmenin ta'likî bir şarta bağlanmış olmasıdır. Yatırımcı, PDT'yi alırken bu tahvili paya dönüştürmek ve girişim şirketine ortak olmak için, şirketin finansal durumunun borç ve faiz ödemelerini aşacak şekilde iyileşmesini beklemektedir. Ancak, bu süreçte anapara ve faiz ödemeleri kesinlikle gerçekleşmekte, dolayısıyla ortaklık ihtimali yalnızca teorik bir düzeyde kalmaktadır. Fiili

olarak, PDT yatırımcılarının temel amacı, sermayeyi likiditeye dönüştürmek ve faiz getirisi elde etmektir. Bu nedenle, PDT'lerin, karzda menfaatin şart koşulduğu faizli borç işlemleri kapsamında değerlendirilmesi daha doğru bir yaklaşım olacaktır. Bu durum, İslam hukuku çerçevesinde söz konusu araçların cevaz bulmasının mümkün olmadığını açıkça ortaya koymaktadır.

Sonuç olarak, GSYO'ların girişim şirketlerine yönelik finansmanda kullandıkları pay alımı ve paya dönüştürülebilir tahvil alımı için külli bir hükme ulaşmak mümkün gözükmemektedir. Tarafların aralarında yaptıkları özel pay sahipliği sözleşmelerinin içeriğine göre İslam hukuku açısından ayrı ayrı değerlendirilmesi gerekmektedir.

Etik Beyan/Ethical Statement: Bu çalışmanın hazırlanma sürecinde bilimsel ve etik ilkelere uyulduğu ve yararlanılan tüm çalışmaların kaynakçada belirtildiği beyan olunur./It is declared that scientific and ethical principles have been followed while carrying out and writing this study and that all the sources used have been properly cited.

Çıkar Çatışması/Competing Interests: Yazar, çıkar çatışması olmadığını beyan eder./The author declare that have no competing interests.

Finansman/Funding: Yazar, bu araştırmayı desteklemek için herhangi bir dış fon almadığını kabul eder./The author acknowledge that they received no external funding in support of this research.

Kaynakça

- AAOIFI. *Faizsiz Finans Standartları*. İstanbul: TKBB Yayınları, 2024.
- Akartepe, Batuhan Buğra. "Borsada İşlem Gören Borçlanma Araçlarının Fıkhî Analizi". *Güncel Dinî Meseleler İstisare Toplantısı- X. ed.* Mustafa Çakır - Fatih Mehmet Aydın. Ankara: Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020.
- Akbay, Direnç. "Anonim Ortaklık Pay Sahipleri Arasında Yapılan Önalım Hakkı İçeren Sözleşmeler." *İstanbul Hukuk Mecmuası* 77/2 (2019), 697-746. <https://doi.org/10.26650/mecmua.2019.77.2.0008>.
- Apaydın, H. Yunus. "Fesad". *Türkiye Diyanet Vakfı İslâm Ansiklopedisi*. 12/417-421. İstanbul: TDV Yayınları, 1995.
- Atilla, Onur. *Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi*. Ankara: Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2006.
- Aydın, Mehmet Alper. *Girişim Sermayesi Kavramı ve Bankalar Açısından Girişim Sermayesi Uygulamaları (İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. Örneği)*. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2005.
- Aydoğan, Gökhan. *Pay Senedine Dönüştürülebilir Tahviller*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2013.

- Aypek, Nevzat vd. *Ekonomik Terimler Sözlüğü: Açıklamalı ve İngilizce Karşılıklı*. Ankara: Gazi Kitabevi, 2009.
- Bayındır, Servet. *Fıkîhî ve İktisadî Açından İslamî Finans-II (Para ve Sermaye Piyasaları)*. İstanbul: Süleymaniye Vakfı Yayınları, 2015.
- Bayındır, Servet. *İslam Hukuku Penceresinden Faizsiz Bankacılık*. İstanbul: Rağbet Yayınları, 2005.
- Bel'îdî, Abdullah. *et-Temvîl bi-Ra'si'l-Mâli'l-Muhâtır Dirâse Muqârane ma' et-Temvîl bi-Nizâmî'l-Muşâreke*. Cezayir: El-Hac Lakhder Üniversitesi, Yüksek Lisans Tezi, 2008.
- Civan, Mehmet - Uğurlu, Mustafa. "Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ'lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi". *Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi* 21/1 (2002), 79-109.
- Çiller, Tansu - Çizakça, Murat. *Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri*. İstanbul: Yenilik Basım Evi, 1989.
- Çizakça, Murat. *İslam Dünyasında ve Batı'da İş Ortaklıkları Tarihi*. çev. Şehnaz Layıkal. İstanbul: Tarih Vakfı Yurt Yayınları, 1999.
- Çonkar, Kemalettin. *Risk Sermayesi Finansman Yöntemi*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 2007.
- Döndüren, Hamdi. *Delilleriyle Ticaret ve İktisat İlmi*. İstanbul: Erkam Yayınları, 1993.
- Döndüren, Hamdi. "İslam Bankacılığı ve Risk Sermayesi". *İslamî Araştırmalar* 6/1 (1992), 17-31.
- Durmuş, Abdullah. "Yatırım Fonlarının Fıkîhî Niteliği". *Güncel Dinî Meseleler İstişare Toplantısı*- X. ed. Mustafa Çakır - Fatih Mehmet Aydın. Ankara: Diyanet İşleri Başkanlığı Yayınları, 2020.
- Erdoğan, Aylin. *Türkiye'de Kobilerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2001. <https://www.proquest.com/docview/2569584095/abstract/993030ACA0D74BD5PQ/1>
- GSYOİET, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (Madde No. III 48/3). *Resmî Gazete* 28790 (09 Ekim 2013). Erişim 09 Ekim 2013. <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/10/20131009-15.htm>
- Halil, Ahmet b. Muhammed. *Eshüm ve's-senedât ve Ahkâmuhâ*. ed Damam: Dâru İbnî'l-Cevzi, 1426/2005.
- Hocaoğlu Yıldız, Emine Seda. *Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Üzerine Bir Analiz*. Sakarya: Sakarya Üniversitesi, İşletme Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2019.
- Imranî, Abdullah b. Muhammed. *el-Menfe'atü fi'l-Karz*. Riyad: Dâru Küñûzi İşbiyya, 2010.
- Ince, Salih Tayfun. *Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Payscaleleri*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2019.

- IIFA, International Islamic Fiqh Academy. “Qarār bi-sha’n al-aswāq al-māliyah”. Erişim 19 Temmuz 2024. <https://iifa-aifi.org/1845.html>
- İlgün, Yasin. *Borsa İstanbul’da İşlem Gören Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performanslarının Karşılaştırmalı Olarak İncelenmesi*. Niğde: Niğde Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2019. <https://acikerisim.ohu.edu.tr/xmlui/handle/11480/8251>
- İşeri, Müge. *Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği*. İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001.
- Kalkan, Cemal. *Mudârabe Sözleşmesinde Kâr*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2020.
- Kumaş, Mehmet Salih. “Bir Finansman Yönetimi Olarak İş Ortaklığı Uygulaması (Mudârabe-Commenda Karşılaştırması)”. *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi* 15/1 (2006), 369-383.
- Kumaş, Mehmet Salih. “Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı İle Mukayesesi”. *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi* 16/1 (2007), 279-298.
- Kumar, Sumit. “Risk Rationalization of OTC Derivatives in SOFR (Secured Overnight Funding Rate) Transition: Evidence from Linear Interest Rate Derivatives.” *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* 26/3 (2022), 1-22.
- Külahcı, Mengü Hafize. *Girişim Sermayesi ve Firma Performansı*. İzmir: Ege Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2015.
- Kildokum, Hakan. “Girişim Sermayesinin Türkiye Serüveni-Bir Modele Yönelik Fırsat Arayışı”. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi* 1/1 (2012). <https://dergipark.org.tr/tr/pub/bsbd/issue/43799/537987>
- OECD. *Venture Capital and Innovation*. Paris: OECD Publications, 1996.
- Övek, Pınar. *Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Muhasebe Sistemi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2003.
- Şen, Bünyamin. *Türkiye’de Faaliyette Bulunan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Finansal Performansları Üzerinde Etkili Olan İçsel Faktörlerin İncelenmesi*. Niğde: Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi, 2024.
- TDK, Türk Dil Kurumu. “Finansman”. Erişim 02 Ağustos 2021 Mayıs 2017. <https://sozluk.gov.tr> 02 Ağustos 2021. <https://sozluk.gov.tr/>
- Uludağ, İlhan. *Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketleri Modeli*. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası, 1996.
- Ülgen, Hüseyin vd. *Kıymetli Evrak Hukuku*. İstanbul: On İki Levha Yayıncılık, 2014.
- Yılmaz, Hakan. *Girişim Sermayesi Finansman Modeli: İstanbul İlinde Bir Uygulama*. Erzurum: Atatürk Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2014.
- Yılmaz, Pınar. *Ticaret Hukuku I*. Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2003.

Zaimoğlu, Tülay. *Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, 1995.

Zühaylî, Vehbe. *el-Mu’âmelâtü’lmâliyye el-Mu’âsıra*. Dımaşk: Dâru’l Fikr, 2002.