

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları ve İslami Finans İlkeleri Açısından Değerlendirilmesi

M. Salih Kumaş

Serdar Baştuğ

ANALİZ RAPORLARI

İLKE ANALİZ RAPORU 16 | AĞUSTOS 2025

İLKE Yayın No: 264

E-ISBN: 978-625-7684-37-8

DOI: <http://dx.doi.org/10.71174/anr16>

Editör: Melih Turan

Yayın Koordinatörü: Mehtap Nur Öksüz

Yayın Sekreteri: Esmâ Vatandaş

Tasarım: Mediha Demirden

➔ Kumaş, M.S. & Baştuğ, S. (2025). *Girişim Sermayesi Yatırım Fonları ve İslami Finans İlkeleri Açısından Değerlendirilmesi* (Analiz Raporu 16/2025). İLKE İlim Kültür Eğitim Vakfı.

Bu rapor, daha önce İKAM Araştırma Raporu başlığıyla yayımlanan ve toplamda 33 rapordan oluşan serinin devamı niteliğindedir. İKAM Araştırma Raporları, Ağustos 2025 itibarıyla Analiz Raporu formatında sunulacaktır.



İLKE Vakfı, toplumsal meselelerle ilgili bilgi, politika ve strateji üreten, karar alıcılara yol gösterecek araştırmalar yapan ve gelecek için gerekli birikimin oluşmasına katkı sağlayan bir sivil toplum kuruluşudur.



Bu Analiz Raporu İslam İktisadı Araştırma Merkezi (İKAM) tarafından hazırlanmıştır. İKAM; "İslam iktisadı" düşüncesinin külli bir şekilde inşası için yetkin fikir ve teorilerin üretilmesini teşvik etmeyi ve yeni çalışmalara zemin teşkil etmeyi amaçlamaktadır.

Aziz Mahmut Hüdayi Mah. Türbe Kapısı Sk. No: 13 Üsküdar/ İstanbul | +90 216 532 63 70 | bilgi@ikam.org.tr | ilke.org.tr

© Tüm hakları saklıdır. İLKE İlim Kültür Eğitim Vakfının yazılı izni olmadan bu eserin hiçbir kısmı elektronik ya da mekanik yollarla çoğaltılamaz. Yazıda belirtilen görüşler yazara aittir ve İLKE İlim Kültür Eğitim Vakfını bağlayıcılığı yoktur.

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları ve İslami Finans İlkeleri Açısından Değerlendirilmesi

ÖZET

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (GSYF), dünyanın her yerinden birçok yatırımcı ve girişimcinin dikkatini çekmektedir. Kendini sürekli yenileyen dinamik bir ekosistem olan GSYF'ye dair genel geçer tespitlerde bulunmak zor olsa da bu uygulama özü itibarıyla; elindeki birikimi değerlendirmek isteyen yatırımcılar ile yenilikçi fikirlerini somut bir ürüne dönüştürmek isteyen girişimcileri bir araya getirerek uygun yatırım iklimi oluşturmayı amaçlamaktadır. Genellikle piyasanın taleplerine göre şekillenen GSYF uygulamaları, hukuki zeminin sonradan şekillenmesinin de etkisiyle birtakım suistimaller, haksızlıklar ve bazı temel dini/ahlaki değerlere aykırılıklar içerebilmektedir. Bundan dolayı GSYF'den yararlanmak isteyen ancak dini/ahlaki hassasiyetlerinden dolayı bu sektöre mesafeli duran yatırımcıların ve girişimcilerin olduğu görülmektedir. Gerek akademide gerekse piyasa tarafında GSYF'nin hangi yönlerinin İslami değerlere aykırı olduğu ve İslami finans ilkelerine uygun bir GSYF modelinin nasıl olabileceği tartışma konusu olmaktadır. Bu çalışmanın hedefi de GSYF uygulamalarının mevcut yapısını ortaya koyarak İslami finans ilkeleri açısından değerlendirmek ve İslami bir GSYF modelinin temel özelliklerinin neler olabileceği üzerinde birtakım yaklaşımlar ortaya koymaktır.

Anahtar Kelimeler: Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (GSYF), İslami finans, etik ve ahlaki yatırım, alternatif finansal modeller.

ABSTRACT

Venture Capital Investment Funds (VCIF), which have originated and evolved in Western markets, garner the interest of numerous investors and entrepreneurs globally. While it is challenging to draw generalizable conclusions about VCIF, a dynamic ecosystem characterized by continual renewal, it can be asserted that this practice seeks to establish a conducive investment environment by uniting investors wishing to deploy their savings with entrepreneurs aiming to convert their innovative concepts into tangible products. VCIF applications, typically tailored to market demands, may encompass abuses, injustices, and violations of fundamental religious or moral values, often resulting from the subsequent establishment of legal frameworks. Consequently, there are investors and entrepreneurs who wish to capitalize on VCIF yet maintain a distance from this sector due to their religious or moral sensitivity. There is ongoing debate in both academics and the industry regarding which elements of VCIF contradict Islamic values and how a VCIF model might be developed to align with the principles of Islamic finance. This study aims to elucidate the existing framework of VCIF applications, assess them according to Islamic finance principles, and propose potential characteristics of an Islamic VCIF model.

Keywords: Venture Capital Investment Funds (VCIF), Islamic finance, ethical and moral investment, alternative financial models.

YAZARLAR HAKKINDA



M. Salih Kumaş

M. Salih Kumaş, 1994 yılında Kocaeli İmam Hatip Lisesinden, 1999 yılında Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesinden mezun oldu. 2000 yılında Bursa Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi İslam Hukuk Anabilim Dalında araştırma görevlisi olarak akademik hayatına başladı. 2001 yılında yüksek lisansını, 2008’de doktora tezini tamamladı. 2011 yılında yardımcı doçent, 2021 yılında ise doçent unvanı aldı. Halen aynı kurumda İslam Eşya-Borçlar Hukuku ve İslam İktisadı ve Bankacılığı alanında dersler vermektedir.



Serdar Baştuğ

Serdar Baştuğ, 2001 yılında lisans öğreniminden ve 2005 yılında Selçuk Üniversitesi İşletme Anabilim Dalında yüksek lisans derecesinden mezun olmuştur. 2024 yılında Bursa Uludağ Üniversitesi İslam İktisadı ve Katılım Bankası Bilim Dalında “Girişimcilikte Alternatif Finansmana Erişim ve Ortaklığa Dayalı Kitle Fonlama Model Önerisi” başlıklı teziyle doktora derecesini tamamlamıştır. 2005 yılından itibaren Katılım Finans sektöründe çalışmaktadır. Türkiye Finans Katılım Bankasında çeşitli birimlerde görev aldıktan sonra halen Vakıf Katılım Bankasında Şube Müdürü olarak çalışmaktadır. Katılım Finans, girişimcilik ekosistemi, girişim sermayesi yatırım fonları ve kitle fonlama alanında araştırmalar yapmaktadır.

Giriş

Günümüzde Girişimcilik ve Yeni Finansman Yöntemleri

Yeni iş fikirlerini hayata geçirerek bir ekonomik değer oluşturma şeklinde tanımlanan girişimcilik kavramı, daha çok hayal gücünü ve düşünme becerilerini kullanarak özgün fikirler üretmeye dayalı bir iş yapış şeklini ifade etmektedir. Girişimcilik, günümüzde sadece ekonomiyi değil, birçok yönüyle hayatı dönüştürecek kadar etkili hale gelmektedir. Rekabet gücünü artırması, yeni iş imkanları ile istihdam üretmesi ve ekonomik büyümeye katkısı dolayısıyla politika yapıları, girişimciliği kolaylaştıracak birtakım yasal düzenlemeler yapmakta ve girişimcilerin önünü açacak kurumsal yapılar geliştirmektedirler. İngilizce startup olarak da ifade edilen bu iş yapış şekilleri, mevcut iş modellerine alternatif olarak sektörleri dönüştürme potansiyeline sahiptir. Hayatın çok hızlı seyrettiği ve toplumsal yapı ile beklentilerin sürekli değişkenlik gösterdiği günümüz toplumlarında, yenilikçi girişimlerin, kademeli ve kontrollü büyümeyi tercih eden kurumsal yapılara karşı güçlü hale geldiği söylenebilir. Hızlı karar alma yetenekleri ve esnek bir yapıya sahip olmaları büyük bir avantaj oluştursa da söz konusu özellikler aynı zamanda bu tür girişimleri riskli yatırımlar haline getirmektedir.

Yakın tarihe kadar sermaye odaklı gelişen ticaret ve üretim faaliyetlerinin aksine günümüz girişimciliğinde beşeri sermaye daha büyük bir öneme sahiptir (Davenport & Kirby, 2016). Bu durum, modern

girişimcilikte finansal sermayeye ihtiyaç duyulmadığı anlamına gelmemektedir. Zira bu ekosistem içinde uluslararası düzeyde büyüyen girişim şirketlerinin neredeyse tamamının ilk aşamadan itibaren büyük sermayelere ihtiyaç duydukları görülmektedir (Sammy Abdullah, 2025). Genellikle bilgi ve teknoloji temelli, inovasyona dayalı bu yenilikçi fikirleri üreten kişilerin, bankalara tatminkâr bir ipotek, tutarlı ve etkileyici bir performans geçmişi ve bilanço sunmaları mümkün olmadığından bu fikirler vücut bulamamaktadır. Fikirlerin ticarileşme süreci uzun soluklu ve süreklilik arz eden finansal destekler sayesinde anlam bulurken, bankacılık sisteminin sunduğu geleneksel ürünler güncel ihtiyaçlara cevap verememektedir. Bundan dolayı girişimciliğin gelişimi için klasik bankacılığın dışına çıkılarak, girişimci ile sermaye sahiplerinin bir araya getirilmesi önem arz etmektedir (Habikoğlu, 2011, s. 291). Bu noktada başarı, sermaye tarafı ile girişimcileri bir araya getirecek yatırım ikliminin oluşturulmasını sağlayacak aracılık hizmetlerinin gelişmesi ile mümkün olabilmektedir. Günümüzde yenilikçi girişimlerin finansman ihtiyaçlarını karşılama yöntemlerine geçmeden önce, bir girişim şirketinin ortaya çıkış ve gelişim süreçlerinin kısaca ele alınması yararlı olacaktır.

Girişimlerin Gelişim Süreçleri ve Finansman Aşamaları

Yenilikçi girişimler, yapıları gereği inovasyon içeren iş fikirlerine dayalı yeni kurulan firmalardan oluşur. Sınırlı finansal imkanlarına rağmen büyük hedefler ortaya koyan girişimlerin başarılı bir şirket haline gelmesi, çeşitli gelişim aşamalarını gerektirir. Girişimler, büyüme aşamalarına göre alternatif finansman yöntemleri üzerinden finansa erişim sağlamaktadır. Bu çerçevede girişimlerin gelişim aşamaları ve finansman imkanları genellikle beş aşamalı olarak ele alınmaktadır:

1. Fikir (Tohum Öncesi/Pre-Seed) Aşaması:

Bu aşama, girişimcilerin kendi bilgi ve deneyimlerine dayanarak bir iş fikri geliştirdiği aşamadır. Girişimciler, fikirlerinin ne kadar yenilikçi olduğunu ve pazarda nasıl bir karşılık bulacağını henüz tam olarak bilememektedir. Bununla birlikte, girişimciler bu aşamada, fikrin ölçeklenebilir olup olmadığını ve uzun vadeli bir iş modeline dönüşüp dönüşmeyeceğini değerlendirmelidir. Bu süreçte daha çok yakın sosyal çevrenin maddi destekleri işe yaramaktadır.

2. Ürün/Hizmet Geliştirme (Tohum/Seed) Aşaması:

Bu aşamada girişimciler, fikirlerini somut bir ürüne dönüştürmeye çalışırlar. Bu şekilde müşterilerin geri bildirimlerinin alınması, ürün/hizmetin piyasanın taleplerine göre şekillendirilmesi ve geliştirilmesi amaçlanır. Bu aşamada melek yatırım, kitle fonlama ve bazı erken aşama girişim sermayesi şirketleri finansör olarak karşımıza çıkmaktadır.

3. Pazar Doğrulama ve Erken Finansman Aşaması (Seri A):

Bu aşama, ürünün veya hizmetin pazardaki gerçek talebinin tespit edilmeye çalışıldığı süreçtir. Girişimciler

hazırladıkları ürün prototiplerini potansiyel müşterilerine sunar ve geri bildirimlerini analiz ederler. Bu süreç, ürünün pazardaki yerini ve potansiyel başarısının tespiti için önemli olduğu gibi ürünün fiyatlandırılması, müşteri memnuniyeti ve pazardaki rekabet durumu gibi faktörleri de değerlendirme fırsatı sunar. Bu turda melek yatırımcılar kadar büyük girişim sermayesi firmaları da sürece dahil olmaktadır.

4. Büyük Finansman Aşaması (Seri B):

İlk üç aşamayı başarıyla tamamlayan girişimler, genellikle daha büyük finansman arayışına girerler. Bu aşamada, melek yatırımcılar, Girişim Sermayesi Yatırım Fonu veya diğer yatırımcılar devreye girer ve girişimin büyümesi için gerekli olan sermayeyi sağlarlar.. Bunun için girişimcilerin iş planlarını ve büyüme stratejilerini yatırımcılara sunmaları gerekmektedir. Bu süreçte alınan yatırım, ürünün geliştirilmesi, pazarlama faaliyetlerinin artırılması ve şirketin büyümesi için önemlidir.

5. Büyüme ve Ölçekleme Aşaması (Seri C):

Büyüme aşaması, girişimin hızla büyümeye başladığı ve pazarda kendini kanıtlamaya çalıştığı aşamadır. Bu aşamada, ürün veya hizmetin pazardaki kabulü arttıkça, şirket gelirleri ve müşteri tabanı da genişlemektedir. Ancak büyüme aşaması, aynı zamanda şirketin operasyonlarını ölçeklendirmesi ve daha geniş bir pazara yayılması gerektiği anlamına gelmektedir. Bu turda şirket daha stabil olduğu için daha az risk taşımakta ve bu nedenle yatırımcılar daha korkusuzca yatırıma katılarak şirketin çok hızlı büyümesini sağlamaktadırlar. Birçok girişim, seri C yatırım turu ile birlikte yatırım süreçlerini tamamlasa da halka arz süreci öncesi oluşabilecek ihtiyaçlar çerçevesinde seri D ve E yatırım turlarına katılarak finansal alternatifler oluşturabilmektedir (Baştuğ, 2024, s. 14-17).

Yenilikçi Girişimlere Yönelik Başlıca Finansman Yöntemleri

Girişimlere sermaye desteği sağlayan başlıca finansman yöntemleri; melek yatırım, kitle fonlama ve girişim sermayesi fonları şeklinde sıralanabilir. GSYF'le re geçmeden önce bunlardan kısaca bahsedilecektir.

Melek Yatırım:

Ortaklığa dayalı bir finansman anlayışı olan bu yatırım modeli, girişimlerin yukarıda ifade ettiğimiz gelişim aşamalarının ilk ikisinde etkili olmaktadır. Melek yatırım anlayışında sermaye sahibi, pasif bir yatırımcı olmanın ötesine çıkarak sahip olduğu tecrübe aktarımı, kurumsallaşma ve network desteği de sunmaktadır. Yatırımcının girişimciyle doğrudan ilişki kurabildiği (tezgah üstü) bu yatırım türünde, genellikle daha küçük miktarlarda meblağlar aktarılmaktadır (Ertürk, 2021, s. 10; Serdar, 2024, 27-30).

Kitle Fonlama:

Bu yöntem, fon ihtiyacı olan girişimci ile yatırımcı kitleyi dijital ortamda bir araya getirmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve Merkezi Kayıt Kurumu (MKK) gibi devlet kurumlarına entegre olan kitle fonlama yöntemi daha çok ilk aşamalardaki girişimler tarafından kullanılmaktadır. Bu yöntemde; paya dayalı, borçlanmaya dayalı, ödül karşılığı ve bağış karşılığı olmak üzere başlıca dört şekilde girişimlere finansman desteği sunulmaktadır (Serdar, 2024, 30-43).

Mikrofinans:

İlk olarak 1973 yılında Bangladeş'te Muhammed Yunus tarafından geliştirilen ve 2000'li yıllarda Batılı piyasalarda yayılan bu finansman yöntemi, aşırı yoksulluğa çözüm bulabilmeyi ve özellikle kadınları ekonomik olarak güçlendirebilmeyi amaçlamaktadır. Bankalardan finansman sağlayamayan, gelir düzeyi

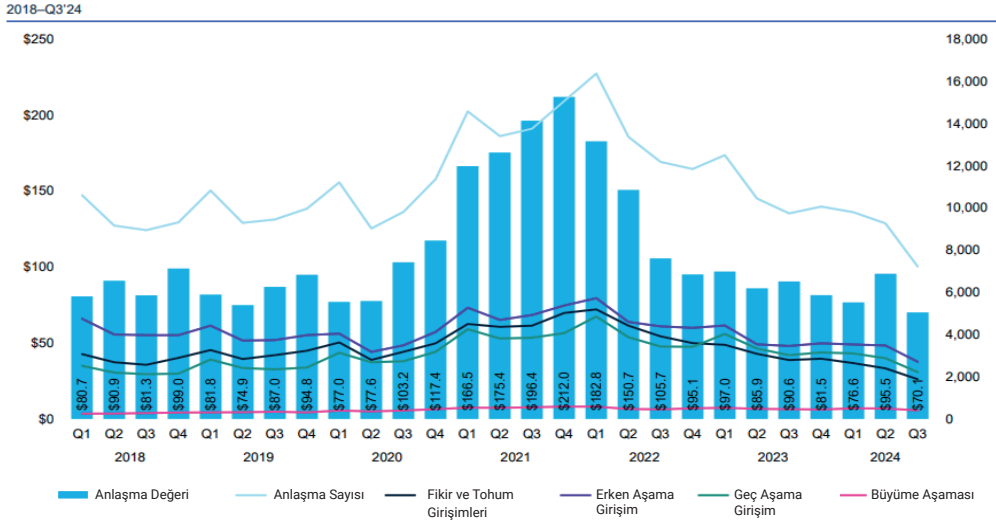
düşük kişi ve şirketleri destekleyen mikrofinans yöntemi, 1 ila 9 arası çalışanı olan mikro işletmelere destek sunduğu gibi, yenilikçi girişimlere de sermaye sağlamaktadır.

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları (GSYF); yeni kurulan, yaratıcı ve yenilikçi ürünler geliştiren ve yüksek büyüme potansiyeli barındıran erken aşamada veya gelişmekte olan şirketlere sağlanan bir özel sermaye finansman biçimidir. Tohum aşamasından itibaren girişimlere finansman sağlayan GSYF, daha ziyade yukarıda belirttiğimiz girişimin son üç aşamasında aktif bir yatırımcı olarak karşımıza çıkmaktadır. Yenilikçi girişimler, yüksek riskli ve bilgi asimetrisi nedeniyle subjektif veriye dayalı, uzun vadeli özkaynak yatırımı gerektiren, gelecekte sağlayacağı öngörülen başarıya dayalı olarak değerlendirilen şirketlerdir.

Bu tür girişimcilerin geleneksel yöntemlerle finansa erişimi, bankacılık sisteminin talep ettiği finansal veri, ödeme performansı ve ağır teminat şartlarını yerine getiremedikleri için oldukça sınırlıdır. Geleneksel yöntemlerde yatırımcı, standardize edilmiş yatırım yöntemleri ile riski düşük sabit gelirler elde ederken, çok yüksek risk taşımaya rağmen yenilikçi girişimlere yapılan yatırımlar ise büyük getiriler sağlayabilmektedir. Örneğin Amerika'da yapılan yatırımların %90'nında startuplar başarısız olsa da yaklaşık %10'luk kısım değeri 1 milyar ABD dolarını aşan büyük şirketlere dönüşmüştür (Demirci, 2021, s. 80).

Girişim Sermayesi veya Risk Sermayesi (Venture Capital-VC) finansman yöntemi, 1940'lı yıllarda Amerika Birleşik Devletleri'nde ortaya çıkmıştır. Girişim sermayesi şirketleri özellikle 1980'li yıllardan itibaren



Grafik 1. Küresel Ölçekte Risk Sermayesi Yatırımları

Kaynak: KPMG Venture Pulse Q3 2024 Report, 2024

giderek daha kurumsal hale gelmiştir. Böylelikle, teknoloji öncelikli yatırımların finanse edilmesi için başta ABD ve Avrupa ülkeleri olmak üzere, Çin, Hindistan, Japonya gibi birçok ülkede yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır (Wallmeroth, Wirtz, & Groh, 2018, s. 3-4). 1990'lı yıllardan itibaren hız kazanan teknoloji girişimciliği, girişim sermayesine yönelik talepleri artırmıştır. Buna paralel olarak yapılan yasal teşvik ve kurumsal düzenlemeler, girişim sermayesi ekosisteminin gelişimini hızlandırmıştır. 2000'li yıllardan itibaren dijital teknolojilerin dönüştürücü gücü sayesinde finansal sistem içerisinde önemli bir yatırım modeli haline dönüşen girişim sermayesi yatırımları, 2008 yılından COVID-19 salgını sürecini de kapsayan 2020 yılına kadar olan dönemde altı kat artış göstermiştir (Demirci, 2021, s. 86).

Dünyada girişimcilik ekosistemine yönelik gelişmeleri raporlayan KPMG Private Enterprise'in 2024 yılı 3. çeyrek Venture Pulse Raporu'na göre, başta ABD ve Çin olmak üzere birçok ülkede 7.227 adet yatırım anlaşması ile 70 milyar ABD dolarının üzerinde yatırım gerçekleştirilmiştir. Yatırımcı tercihleri arasında yapay

zeka, siber güvenlik, temiz teknoloji ve fintek girişimleri öne çıkarken, ilgili girişimlere olan desteğin önümüzdeki dönemlerde devam edeceği öngörüsünde bulunmaktadır.

Yine aynı raporda, COVID-19 salgını ile dijital teknolojilerin sağladığı dönüşümün girişimcilik ekosistemini hızla geliştirdiği, 2021 yılına gelindiğinde 200 milyar ABD dolarını aşan yatırım hacmi ile tarihinin en yüksek dönemini yaşadığı bilgisi yer almaktadır. Fonların yıllara göre yatırım hacimlerinde değişiklikler incelendiğinde, dünya ekonomisinde yaşanan dalgalanmalara paralel eğilimler gösterdiği görülmektedir. 2023 yılından itibaren dünya genelinde devam eden enflasyon ve faiz etkisi, Ortadoğu'da artan gerginlik, Rusya-Ukrayna savaşının getirdiği endişe ortamı yatırımcı tercihlerini olumsuz etkilemiştir. COVID-19 salgını sonrası birkaç yıl süren yukarı yönlü ayrışma dışında, risk sermayesi alanındaki kırılgan dönemin neden olduğu bekleme modunun süreklilik arz etmeyeceği, risk sermayesi yatırımlarının istikrarlı bir şekilde artmaya devam edeceği yönünde değerlendirmeler yapılmıştır (KPMG, 2024, s. 4-5).

Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

Ülkemizde risk sermayesine yönelik ilk adımlar 1986 yılında kurulan “Geliştirme ve Destekleme Fonu” ve “Teknoloji Destekleme Ajansı” aracılığıyla atılmıştır. Girişim sermayesinin kurumsallaşma süreci 1993 yılında SPK tarafından yayınlanan “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği”ne dayanır. Dönemin ekonomik şartları nedeniyle arzu edilen gelişim sağlanamasa da 1996 yılında Türkiye Vakıflar Bankası (T.A.O.) öncülüğünde Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Anonim Şirketi (A.Ş.), 2000 yılında İş Bankası Grubu ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) ortaklığında kurulan İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. oluşturulmuştur. 2004 yılında kurulan KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı erken dönem örneklerindendir (Kildokum, 2012). Ülkemizde GSYF uygulamaları, 2014 yılında SPK’nın 52’nci ve 54’üncü maddelerine dayanılarak “Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği” ile düzenlenmiştir. Tebliğ Madde 4 (1), Kanun hükümleri uyarınca GSYF’yi aşağıdaki şekilde tanımlamaktadır:

Nitelikli yatırımcılardan katılma payı karşılığında toplanan para veya iştirak paylarıyla, pay sahipleri hesabına, inançlı mülkiyet esaslarına göre, üçüncü fıkrada belirtilen varlık ve işlemlerden oluşan portföyü işletmek amacıyla SPK’dan faaliyet izni almış portföy yönetim şirketleri ve girişim sermayesi portföy yönetim şirketleri tarafından bir içtüzük ile süreli olarak kurulan ve tüzel kişiliği bulunmayan mal varlığı (Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği, 2014).

Bu düzenleme sonrasında ilk Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, 2016 yılında Ak Portföy tarafından kurulmuştur. Her geçen gün yeni fonların eklendiği ekosisteme yönelik güncel detaylara çalışmanın ilerleyen bölümünde yer verilecektir.

Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Yeni Düzenleme

Ülkemizde GSYF’lere yönelik 2014 ve 2020 yılında yapılan düzenlemeler sonrası girişimci ve yatırım fonlarının ihtiyaç ve taleplerine cevap vermek, ekosistemin gelişimini teşvik etmek amacıyla 21.09.2024 tarihinde GSYF’lere ilişkin esaslar tebliğinde değişiklik yapılmasına dair tebliğ (III-52.4.c) yürürlüğe girmiştir. Bu tebliğle birlikte, yurt içi ve yurt dışındaki yatırımlara yönelik kurallar, yatırım sınırları ve fon yapısına ilişkin esaslara yönelik birtakım değişikliklere gidilmiş; ayrıca mevcut fonların yeni düzenlemelere uyum sağlaması için 31.12.2025 tarihine kadar süre tanınmıştır.

Girişimcilik ekosisteminin geliştirilmesini hedefleyen bu düzenlemede öne çıkan konu başlıkları aşağıdaki gibidir:

- 1. Katılım esaslı faaliyet gösteren fonlara katılım ibaresinin eklenmesi:** Md. 2 (4) fonun, faaliyet ve yatırımlarının, katılım finans ilkelerine uygun olarak yerine getirileceğinin ihraç belgesinde belirtilmesi durumunda, fon unvanında “katılım” ibaresi kullanılacaktır.
- 2. Yatırımcı bilgi formunun kaldırılması ve fon ihraç sözleşmesinin getirilmesi:** Yatırımcı bilgilendirme formunun düzenlenmesine ilişkin hükümler iptal edilerek, fon ile katılma payı sahipleri arasında fon ihraç sözleşmesi düzenlenecektir.
- 3. Yabancı şirketlere yatırım yapılmasına yönelik kolaylık sağlanması amacıyla yurt dışı yatırım oranının artırılması:** Md. 15, girişim şirketlerinin yurt dışında kurulacak olması durumunda finansal tablolarına göre varlıklarının en az %51’nin Türkiye’de kurulu bağlı ortaklık veya iştiraklerden oluşması şartıyla, yurt dışı girişim şirketlerine yatırım yapılma imkanı sağlanmıştır. Md. 19, yurt dışı girişim şirketine yapılacak yatırım sınırı, fon toplam değerinin %15’ine (daha

önce %10 idi) kadar yatırım yapılabileceği şeklinde düzenlenmiştir. Bu çerçevede atılan en önemli adımlardan biri, ölçeklenen ve ulusal pazara açılmak için merkezini yurt dışına taşıyan (flip-up yapan) girişimlere yatırım yapılmasının önünün açılmasıdır.

4. Şemsiye fon yapısında GSYF kurulabilmesi: Şemsiye fon çatısı altında ayrı bir iç tüzük oluşturmak-sızın, yeni kurulacak GSYF'lerin paylarının tek bir iç tüzük altında ihraç belgesi ile ihraç edilebileceği düzenlenmiştir. Bu çerçevede her bir fona ait varlık ve yükümlülükler bağımsız olarak yönetilecektir. Şemsiye fon giderleri fonların toplam değeri üzerinden oransal olarak karşılanacaktır. Şemsiye fonun tasfiyesi durumunda bağlı fonların da tasfiyesi veya devri zorunlu olacaktır.

5. GSYF'lerin fon toplam değerinin en fazla %25'i oranında diğer GSYF'lerin katılma paylarına yatırım yapabileceği sınırlaması getirilmiştir.

6. Nitelikli yatırımcılardan alınacak toplam kaynak tahhüdü tutarı asgari olarak 2025 yılı için 75 milyon

Türk lirası (TL) olup katılma paylarının nitelikli yatırımcıya satışına başlandığı tarihi müteakip iki yıl olan süre, en geç bir yıl şeklinde düzenlenerek kaynak tahhüdü tutarı tahsil edilecektir.

7. GSYF'lerin esas faaliyet konusu gayrimenkul ve müteahhitlik şirketi olan girişimlere yatırım yapamayacağına yönelik düzenleme yapılmıştır. Buna göre aktif toplamının %40'ı gayrimenkul veya gayrimenkule dayalı varlıklardan oluşan şirketler girişim şirketi kapsamı dışına alınmıştır.

8. Yatırım yöntemlerinin genişletilmesi: Girişim şirketlerine pay ortaklığı yanında pay ve sermaye karması yöntemler üzerinden ileri vadeli ortaklık hakkı tanıyan yöntemler girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmiştir. Bu sayede yenilikçi girişim yatırımlarında yaygın bir şekilde kullanılan "paya dönüştürülebilir borç" ve "gelecek için basit özkaynak" (SAFE) sözleşmeleri yatırım yöntemi olarak kullanılabilir (Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)'inde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ, 2024) (Sistem Global, 2024).

Tablo 1. Fon Bazında Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

Sayı	Portföy Yönetim Şirketleri	GSYF Sayısı	Yatırımcı Sayısı	Fon Toplam Değer (TL)
1	Re-Pie Portföy	41	3041	38.107.387.339
2	Albaraka Portföy	30	1597	29.613.111.353
3	İstanbul Portföy	20	351	14.105.630.454
4	Oyak Portföy	11	68	12.323.787.584
5	Nurol Portföy	8	108	11.304.681.436
6	Neo Portföy	20	240	10.549.657.639
7	İş Portföy	5	658	8.359.758.132
8	Letven Capital GS Portföy	6	126	7.074.491.317
9	Maxis GS Portföy	10	238	6.814.632.222
10	Arz Gayrimenkul ve GS Portföy	14	239	6.697.225.386
11	Pardus Portföy	9	102	6.142.621.648

Sayı	Portföy Yönetim Şirketleri	GSYF Sayısı	Yatırımcı Sayısı	Fon Toplam Değer (TL)
12	Hedef Portföy	17	62	4.772.547.774
13	AK Portföy	9	174	4.330.285.680
14	Qinvest Portföy	7	263	3.990.455.042
15	Logos Portföy	2	121	3.894.810.531
16	Foneria Portföy	7	12	3.785.071.422
17	Rota Portföy	10	232	2.881.396.762
18	Omurga Gayrimenkul ve GS Portföy	5	300	2.835.235.511
19	İnveo Portföy	8	81	2.277.594.304
20	Foneva Portföy	2	4	2.113.470.441
21	BV Portföy	4	150	1.801.292.418
22	Azimet Portföy	4	90	1.035.195.332
23	Yapı Kredi Portföy	2	81	929.785.083
24	Ziraat Portföy	4	343	875.650.213
25	Kalkınma GS Portföy	3	148	830.694.458
26	Tacirler Portföy	2	57	711.273.178
27	Aktif Portföy	5	36	655.105.650
28	Kızılay Gayrimenkul ve GS Portföy	3	23	645.798.399
29	24 Gayrimenkul ve GS Portföy	9	79	630.929.430
30	Kuveyt Türk Portföy	4	32	490.563.811
31	Deniz Portföy	2	80	392.237.766
32	Tera Portföy	3	46	303.362.529
33	Maqasid Gayrimenkul ve GS Portföy	7	720	235.736.093
34	Fiba Portföy	5	32	225.689.778
35	Global MD Portföy	2	16	99.780.288
36	Ünlü Portföy	2	39	99.440.263
37	FT Gayrimenkul ve GS Portföy	1	1	53.581.197
38	Atlas Portföy	1	2	36.940.288
39	Aura Portföy	2	2	35.947.262
40	İntegral GS Portföy	1	1	24.079.259
Toplam		307	9.995	192.086.934.672

Kaynak: SPK Aylık İstatistik Bülteni 2024 - Ekim, 2025

SPK'dan alınan Eylül 2024 dönemi istatistik verilerine göre ülkemizde faaliyet gösteren 40 adet Portföy Yönetim Şirketi (PYŞ) tarafından 307 adet GSYF kurulmuştur. 9.995 adet yatırımcının yer aldığı fonların toplam değeri 192 milyar TL'ye ulaşmıştır. Re-Pie Portföy, Albaraka Portföy ve İstanbul Portföy fon ve yatırımcı sayıları açısından değerlendirildiğinde sektörün öne çıkan PYŞ'leri arasında yer almaktadır. Diğer taraftan 05.04.2025 tarihli SPK verilerine göre ihraç belgesi onaylanan GSYF sayısının 437 adet olduğu görülmektedir. Ülkemizde girişimcilik ekosisteminin gelişmesi için atılan adımlar, sektör paydaşlarının ilgisi ve kuruluş süreci devam eden fonlar değerlendirildiğinde, GSYF'lerin sermaye piyasasına sağladığı ürün çeşitliliği ve reel ekonominin gelişimine yönelik etkinliğinin her geçen gün artacağı öngörülmektedir.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği (TSPB) tarafından hazırlanan girişim sermayesi yatırım verilerine göre fonların hangi girişimlere yatırım yaptığı ve yapılan girişim sayılarına yönelik istatistiki bilgilere yer

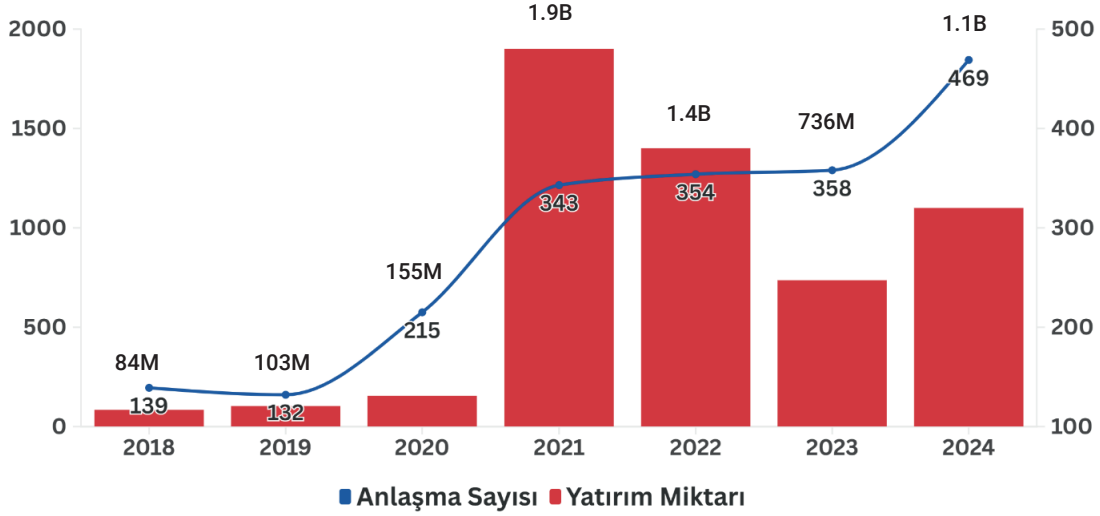
verilmiştir. Rapora göre 2024 yılı üçüncü çeyrek itibarıyla toplam 1.071 adet girişime yatırım yapılmıştır. Yatırımların %50'den fazlasının startup, %22'sinin ise ölçeklenme sürecine girmiş girişimlere (scale-up) yönelik olduğu göz önünde bulundurulduğunda erken aşama girişimlerin finansmanında GSYF'lerin etkin rol aldığı söylenebilir.

GSYF, girişimci görüşmeleri, yatırım komite değerlendirme faaliyetleri gibi aşamalarda girişime yönelik birtakım şartlar ortaya koyabilmektedir. Bu şekilde girişim faaliyetleri düzenli olarak denetlenmekte; yatırım, borçlanma, hisse devri vb. hususlarda söz sahibi olunabilmektedir. GSYF, girişimlere sağladıkları finansman kaynağı yanında tecrübe aktarımı, kurumsallaşma ve network desteği de sunabilmektedir (Ertürk & Sayılğan, 2014, s. 294). Aynı raporda fonların, yatırım yaptıkları 822 girişimden 745 tanesinin yönetim kurulunda görev alarak, girişimlerin gelişim süreçlerinde rol oynadığı görülmektedir.

Tablo 2. GSYF Tercihlerine Yönelik Bilgiler

GSYF Girişim Tercihleri	2020	2021	2022	2023	2024/9
Yatırım Yapılan Girişim Sayısı	89	209	431	748	1.071
Başlangıç/Startup	43	95	211	380	551
Ölçeklenme/Scale-up	13	56	112	168	234
Yatırım Fonu/Ortaklıkları	6	22	47	90	119
Kavram Doğrulama/Proof of Concept	-	-	-	8	9
Diğer	27	36	61	102	158
Yönetim Kurulunda GSYF Temsili Bulunan Girişim Sayısı	84	193	405	673	911

Kaynak: TSPB, 2025



Grafik 2. Türkiye'de Risk Sermayesi Yatırımları (ABD Doları, 2018-2024)

Kaynak: Startups.Watch, 2024

Türkiye'de girişimcilik ekosistemindeki gelişmeleri takip eden ve raporlayan Startups.Watch tarafından hazırlanan 2024 yılına ait rapora göre;

- Ülkemizde tohum, erken ve geç dönemi kapsayan girişimlere 469 anlaşma ile 1.1 milyar ABD doları yatırım yapılmıştır. Bir önceki yıla göre anlaşma büyüklüğü %44, anlaşma sayısında %31 artış gerçekleşmiştir.
- 2024 yılında tohum aşamasındaki girişimlere 448 anlaşma ile 146 milyon ABD doları, erken aşama girişimlere 18 adet anlaşma ile 370 milyon ABD doları, ileri aşama girişimlere 3 anlaşma ile 545 milyon ABD doları yatırım yapılmıştır.
- TÜBİTAK BİGG fonunun girişimlere sağladığı destekler sayesinde Türkiye, 2024 yılında Avrupa'da en çok tohum yatırımı alan ülkeler arasında yer almıştır.
- TÜBİTAK BİGG fonu aracılığıyla biyoteknoloji, sağlık teknolojisi ve yapay zeka dikeyleri en çok yatırım yapılan sektörler arasındadır.

- BİGG yatırımları hariç değerlendirildiğinde yapay zeka, biyoteknoloji, oyun teknolojileri, market teslimatı, fintek, makine öğrenimi, sağlık ve biyoteknoloji girişimleri en çok yatırım alan sektörler arasında yer almaktadır.
- Raporda gelişmiş ülkelerde bulunan startup yatırımlarına da yer verilmiş olup ABD'de 13.776 adet anlaşma ile 209 milyar ABD doları, İngiltere 1.883 adet anlaşma ile 17,5 milyar ABD doları, Almanya 713 anlaşma ile 8,7 milyar ABD doları, Fransa 740 anlaşma ile 8,1 milyar ABD doları yatırım yapılmıştır (Startups.Watch, 2024).

Küresel ölçekte risk sermayesi yatırımlarına yönelik değerlendirmede küresel ekonomide yaşanan olumsuz gelişmelerin girişim sermayesi yatırım iştahını azalttığı belirtilmektedir. Buna rağmen Türkiye'de yenilikçi girişimlere yönelik yatırımların bir önceki yıla göre artışı değerlendirildiğinde, ekosistemin büyüme ivmesinin devam edeceği öngörülmektedir.

Girişimleri Değerleme

Girişimlere ait değerlendirme Tebliğ 20. madde hükümlerine göre düzenlenmiştir. Fon portföyünde girişimlere yapılan yatırımlar, kurulca uygun görülen değerlendirme kuruluşları tarafından ilk ihraçtan itibaren yılda asgari bir kez yapılmaktadır. Katılma payı alımını teşkil edecek fiyat, yapılan değerlendirme üzerinden belirlenmektedir. Fona ait düzenlenen yıllık finansal raporlar ise takip eden periyotlarda SPK ile paylaşılarak Kamu Aydınlatma Platformu'nda (KAP) yayımlanmaktadır. Katılma payları, yatırım sürecinin sonunda bağımsız denetimden geçmiş birim katılma payı üzerinden fona devredilerek takip eden 5 iş günü içerisinde katılma payı sahiplerinin hesabına aktarılmaktadır. Fon süresi içerisinde yatırım yapılan girişimlerden pay satışı gerçekleşmesi durumunda (exit) elde edilen kazanç, fonun karar alması halinde erken dağıtılabilmektedir (Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği, 2014).

Girişim Sermayesi Yatırım Fon Yapısı ve İşleyişi

Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, kuruluşu ve işleyişi sıkı devlet kontrolünde olan kurumsal yapılardır. GSYF'lerin nasıl kurulacağı, tarafların taşıması gereken özellikleri, yetki ve sorumlulukları, fonun yönetimi ve işleyişi, SPK tarafından belirlenmekte ve denetlenmektedir. Ayrıca fon portföyünü oluşturan katılımcı payları, MKK nezdinde elektronik ortamda kayıt altına alınmaktadır. PYŞ, fon malvarlığını ve yatırımcı haklarını koruyacak şekilde iç tüzük hükümleri ve ihraç belgesinde belirlenen yönetim ilkelerine göre yönetmektedir. Aşağıdaki tablo GSYF yapısındaki unsurları göstermektedir.



Şekil 1. Girişim Sermayesi Yatırım Fonu Yapısı

Kaynak: Yazarlar tarafından oluşturulmuştur.

GSYF kuruluş süreci, PYŞ tarafından oluşturulan iç tüzük ve kurulca talep edilen belgeler hazırlanarak SPK'ya başvuru ile başlar, PYŞ'nin portföy saklayıcı kuruluş ile saklama sözleşmesi imzalaması ve kurulun onaylaması ile tamamlanır. Kurucu yönetim kurulu nezdinde yatırım komitesi oluşturulur. Fonun kuruluşu ile nitelikli yatırımcıya ihracı için kurula başvuru yapılarak tescil süreci sonrası KAP'ta fon ihraç sözleşmesi yayınlanır. Katılma paylarının ihracı için ayrıca izahname düzenlenmez. İhraç belgesinde belirtilen satış başlangıç tarihi ile nitelikli yatırımcıya satış gerçekleşir. Katılma payları aracılığıyla toplanan fonlar, yatırım komitesi tarafından yapılan değerlendirmeler çerçevesinde ihraç belgesinde belirtilen şartlara uygun girişimlere aktarılır. Fon yönetim şirketi, sunmuş olduğu hizmet karşılığında yönetim ücreti ve belirtilmiş ise başarı primi elde ederken nitelikli yatırımcı, katılma payları karşılığında kâr payı elde eder (Demir & Yumuşak, 2018, s. 143).

Yatırımcı tarafından satın alınan katılma payları, portföy saklama hizmeti alınan kurum bünyesinde, yatırımcılar adına açılmış hesaplarda kayıt altına alınmaktadır. Girişimlere yatırım yapılabilmesi için anonim şirket veya en geç bir yıl içinde anonim şirket olabilecek limited şirket olması gerekmektedir. Ayrıca fon toplam değerinin %80'inin girişim yatırımlarından oluşması gerekmektedir. Tebliğ, yatırım yapılacak girişimleri, büyüme ve katma değer üretme potansiyeline sahip yüksek getiri beklentisi sunabilen ve yapılacak finansal ve/veya kurumsal destekle faaliyet amaçlarını gerçekleştirebilecek şirketler olarak belirlemiştir (Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği, 2014).

GSYF ile yatırımcı arasındaki ilişkilerde SPK mevzuatı, fona ait iç tüzük, ihraç belgesi ve yatırımcı sözleşmesi hükümleri ile Borçlar Kanunu'nun vekalet akdi hükümleri uygulanır. GSYF, girişimlerin gelecekte

sağlayacağı büyüme beklentisine dayalı kurulduğu için genellikle 2 yılı tasfiye süreci olmak üzere toplam 7-10 yıllık süre için kurulmaktadır. Girişimin başarısına göre değişmekle birlikte ilk 5 yıllık süre yatırım aşamasını, kalan süre ise stratejik satış, halka arz veya başka bir fona satış yöntemlerini içine alan tasfiye sürecini oluşturur (Ertürk & Sayılğan, 2014, s. 294).

Yatırım komitesi, tebliğ kapsamında belirlenen atama şartlarına haiz en az 3 kişiden oluşur. Fon kurucusu tarafından KAP'ta detaylı bilgi verilmek üzere yönetim ücreti ve tercihen pay satışına başlanmadan yönetim kurulu tarafından belirlenen performans ücreti alınır. Sektöre ait yönetim ücretleri fon hacminin %2-2,5'i seviyelerinde seyrederken, performans ücreti genellikle pay satışlarından (exit) elde edilecek kârdan %20 oranında alınması şeklinde uygulanır (Akın, 2020, s. 236).

Girişim Sermayesi Yatırım Fonunda Yatırım Yolculuğu

Girişte de ifade ettiğimiz gibi yenilikçi girişimler, fikir aşamasından ölçeklenme sürecine kadar, aşama aşama farklı şekillerde finansmana ulaşmaktadır. Fikir aşamasında olan bir girişim tohum öncesi yatırım turuna katılırken, ticarileşmiş bir proje veya belirli bir ölçeğe ulaşmış girişime ise büyüme aşamalarına göre Seri A, B, C yatırım turları ile finansman sağlanmaktadır (Fonprime, 2023). Girişim Sermayesi Yatırım Fonu, yatırım stratejisine göre farklılık göstermekle birlikte çoğunlukla ürüne dönüşmüş, müşteri ve geliri bulunan erken ve büyüme aşamasındaki girişimlere yatırım yapmayı tercih etmektedir. Yatırım süreci, öncelikle yatırım yapılacak hedef girişimleri araştırma ve bulma (scouting), girişim değerlendirme (ön inceleme ve detaylı değerlendirme), yatırım komitesi değerlendirme, bilgi ve belgelerin doğruluğuna



BİLGİ KUTUSU

Yatırım süreci, öncelikle yatırım yapılacak hedef girişimleri araştırma ve bulma (scouting), girişim değerlendirme (ön inceleme ve detaylı değerlendirme), yatırım komitesi değerlendirme, bilgi ve belgelerin doğruluğuna yönelik durum tespiti (due diligence), yatırım karar süreci, sözleşme yönetimi ve yatırımdan çıkış sürecini kapsamaktadır.

yönelik durum tespiti (due diligence), yatırım karar süreci, sözleşme yönetimi ve yatırımdan çıkış sürecini kapsamaktadır.

Fonlar; hızlandırma programları, teknolojik altyapı, bireysel ya da kurumsal müşteriler ile girişimleri buluşturma, ürün doğrulama veya müşteri tarafından kabulüne yönelik dataların kullanımı, hatta girişim sermayesi fonu yöneten profesyonel ekibin sunacağı diğer katkılar şeklinde destekler sunan dinamik yapılardır (Ghorashi & Asghari, 2019, s. 11). Bu yapılar aynı zamanda ortaklık sağlarken yatırımcıyı korumak ve girişimin gelişimine destek vermek amacıyla yönetim kurulunda da görev alarak, insan kaynağı belirleme, harcama limitleri, izleme, kontrol vb. konularda söz hakkının olacağı imtiyazlar talep edebilir.

Yenilikçi girişimlere yatırım yapılmasına yönelik karar alma süreçleri bilgi asimetrisi, belirsizlik ve yüksek risk ortamının oluşturduğu dinamiklere göre şekillenmektedir. Yatırımın tamamını kaybetme riski taşıyan finansman modeline yönelik araştırmalara bakıldığında dünya genelinde yeni girişimlerin başarı oranı %10-20 arasında değişmektedir (Howarth, 2023). Dolayısıyla birçok girişim arasından doğru tercihte bulunarak başarı elde etmek oldukça zordur. Yatırım değerlendirme süreçleri belirli kural setlerini barındırmakla birlikte riskleri minimize edecek kişiselleşmiş

değerlendirme yöntemleri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bunlar, girişimin projesini hayata geçirebileceğine yönelik icra riski (ürün geliştirme, iş modeli, gelir sağlama ve çıkış potansiyeli), piyasa şartlarını içeren pazar riski (pazara giriş bariyeri, pazarın potansiyeli) ve yatırımcının beklentilerini karşılamaya yönelik vekalet riski (güvenilirlik, başarı geçmişi, alan hakimiyeti, takım kabiliyeti) olup bu risklerin ölçülmesi gerekmektedir (Gürol & Ener, 2022, s. 79).

Fonlar, stratejisine uygun ve gelecekte performans potansiyeli taşıyan girişimleri ön değerlendirme süzgecinden geçirerek yatırım komitesi görüşmesine hazırlamaktadır. Yatırımcı görüşmeleri, hazırlanan iş planı çerçevesinde girişime yönelik sunum, ihtiyacı olan finansman tutarı ve belirlenmiş olduğu değer üzerinden ne kadarlık hisse satışı gerçekleştireceğine yönelik teklif ile başlamaktadır. Yatırım komitesi, girişimi değerlendirirken takımın yetkinliğini, ürünün ne düzeyde rekabetçi olduğunu, pazarın sunduğu imkanları analiz ederek ve girişimin ölçekleme potansiyeli taşıdığını dikkate alarak kanaatlerini şekillendirir. Ayrıca girişimin müşteri gözünden nasıl değerlendirildiğini anlamak açısından ürüne uygun müşteri tabanıyla görüşmeler yaparak girişimin önemli bir ihtiyacı karşılayıp karşılamadığını analiz eder. Sektör uzmanı görüşlerinin de yer aldığı detaylı değerlendirme kriterleri çerçevesinde yatırım yapılmasına yönelik kolektif bir karara varılması durumunda, ilgili girişime yatırım yapılmasına yönelik niyet mektubu verilir ve kabul süreci başlatılır (Camp, 2002, s. 5-22). Girişimin hazırlanmış olduğu bilgi ve belgelerin doğruluğunu içeren durum tespiti yapılarak nihai sözleşme aşamasına geçilir. Bu süreçler birden fazla yatırımcı ile gerçekleşmiş ise kolektif birlikteliğe uygun şartlar üzerinden gerçekleşir. Bahsi geçen aşamalar dikkate alındığında oldukça yorucu ve karmaşık olan finansa erişim süreci ortalama altı aylık bir zaman dilimini kapsamaktadır (Startup Borsa, 2021).

Girişim Sermayesi Fonlarının Yatırım Tercihleri

Fonlar yatırım tercihlerini belirlerken, nitelikli ürün geliştiren, kurumsallaşma kabiliyeti olan, ekip uyumunu sağlamış, ulusal ve/veya uluslararası hedefleri olan, iş etiği ve çevreye duyarlı değerlere sahip, marka değeri oluşturma gücü olan, sürdürülebilirlik ve katma değerli ürün geliştirme potansiyeli taşıyan girişimleri aramaktadır. Son yıllarda girişimcilik ekosisteminin öne çıkan yatırım stratejileri incelendiğinde yapay zeka, biyoteknoloji, finans, enerji, lojistik, sağlık, gıda, tarıma dayalı teknoloji üreten temalara yatırım yapıldığı görülmektedir (Startups.Watch, 2024).

GSYF yenilikçi girişimlere yatırım yaparken çeşitli yöntemlere başvurabilmektedir. Bunlar; pay ortaklığı, borç ve sermaye finansmanı karması modeller, girişim şirketleri tarafından ihraç edilen borçlanma

araçları ve diğer Girişim Sermayesi Yatırım Fonu şeklinde sıralanabilir (Conkar, 2017, s. 117). Tebliğ md. 19 girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin yatırım çeşitliliğinde sınırlandırma yaparak fon portföyünde yer alan varlıkların nasıl değerlendirileceğini düzenlemiştir. Bu çerçevede uygulamış olduğu yatırım sınırları:

- Fonun toplam değerinin en az %80'inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımından oluşması zorunlu olmak üzere %20'lik kısım için ihraç belgesinde belirlenecek varlık ve yatırım türlerinden, varlığa dayalı menkul kıymet, kira sertifikası, gelir ortaklığı senetleri, tahvil, gayrimenkul sertifikası, yatırım fonu, katılım ve/veya vadeli mevduat gibi ürünlere yatırım yapabilmektedir.



Şekil 2. Fonların Yatırım Tercihleri Kriterleri

- Fonun, bir hesap dönemi içinde; KOBİ yönetmeliğinde yer alan nitelikleri sağlayan girişim şirketlerine doğrudan yaptığı yatırımların, fon toplam değerinin %10'unu geçmesi halinde %80 olan yatırım sınırı %51 olarak uygulanacaktır (SPK, 2024).

Girişimlerin belirli bir aşamaya gelinceye kadar erken aşama finansman ihtiyacını karşılayabilmek için kurucu paylarından feragat edebildikleri görülmektedir. İdealin üzerindeki pay satışı kurucu paylarında erken çözünmeye yol açarak kurucu ortak motivasyonu kaybına neden olabilmektedir. Bu ise yeni yatırım turlarını olumsuz etkileyeceği için girişimlerin yatırım yöntemlerinin profesyonel yatırım anlayışı çerçevesinde olması gerekmektedir (Yıldızlı, 2021). Bu çerçevede girişimin boyutuna göre erken aşama girişimlere %10 ile %20 arasında ortaklık yapılması tercih edilirken, ileri aşama (belirli bir değerlendirme ölçeğine ulaşmış) girişimlere daha az oranda ortaklık yapılması tercih edilir. Belirlenen oranlar, yatırım modelinin gerekliliği olarak ileri aşama yatırım turlarında verilecek payların muhafaza edilmesi açısından son derece önemlidir.

GSYF Ekosisteminde Uygulanan Başlıca Çerçeve Yatırım Sözleşme Modelleri

GSYF ekosisteminde girişimlere yapılan yatırımlar; doğrudan veya dolaylı ortaklık, girişim şirketleri tarafından ihraç edilen borçlanma araçlarını satın alma ile borç ve sermaye karması finansman sağlama yöntemlerinden oluşmaktadır. Dünyada hızla gelişen startup ekosistemine göre uyarlanmış borç ve finansman karması modele olan rağbet artış göstermektedir. Taraflara hisse alımında seçim hakkı veren borç ve sermaye finansmanı karması yöntemler çerçeve

yatırım sözleşmeleri olarak ele alınmaktadır.

- Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmesi (Convertible Note)
- Gelecekteki Pay Sahipliği İçin Çerçeve Sözleşme (Simple Agreement for Future Equity-SAFE)
- Çerçeve Güvenceler İçeren Mutabakat Sözleşmesi (Keep It Simple Security-KISS)

GSYF tarafından yaygın olarak kullanılmaya başlanan bu sözleşme çeşitleri doğrudan pay sahipliği gerektirmeden, her bir yatırımcı ile bağımsız gerçekleştirilebilen, erken safhada değerlendirme gerektirmeyen ve esnek geri ödeme imkânı veya pay alternatifi opsiyonu sunmasıyla ön plana çıkmaktadır (Aksan, 2018). Şimdi bu sözleşmeleri biraz daha yakından inceleyelim.

Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmesi (Convertible Note/Bond)

Daha önce de ifade ettiğimiz gibi yenilikçi girişimlerin finansa erişim süreci çoğunlukla yorucu ve karmaşıktır. Bu durum, startupların özellikle ilk aşamalarında ihtiyaç duydukları finansa zamanında ve yeterince ulaşmasını zorlaştırmaktadır. İşte bu zorluğu gidermek için geliştirilen Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmesi (PDBS), yatırımcının yaptığı yatırım karşılığında, faiz veya dönüşmesi halinde hisse getirisi olacağına yönelik yatırımcıya seçim hakkı veren bir finansman yöntemidir. Başka bir ifadeyle girişime verilecek borcun, sözleşmede belirlenen koşulların gerçekleşmesi durumunda şirket hissesine dönüşme opsiyonu sunmasıdır. Bu sözleşme modelinde yatırımcı, girişimin varlıkları ile güvence altındadır (Jordan & Smith, 2019, s. 59). Ayrıca yatırımcı isterse bir sonraki yatırım turunda belirlenen değerden indirim hakkı elde etmektedir. Şayet sözleşme vadesi geldiği halde, yeni yatırım turu gerçekleşmemiş ise yapılan yatırım (borç) sözleşmede belirlenecek faiz oranıyla geri ödenir (Chaplinsky & Becker, 2019, s. 1).

Bilindiği gibi geleneksel uygulamada, yapılan yatırım, sözleşme aşamasında belirlenen değerleme üzerinden pay ortaklığı şeklinde gerçekleşir. PDBS’de ise “beklenen koşullara dayalı borç ver, koşul gerçekleşirse paya dönüştür” anlayışı esas alınır. Sözleşmede borcun vadesi, faiz oranı ve teminatı açık bir şekilde belirlenir. Borcun hisseye dönüşmesi durumunda ise seçimlik hakkı şu hususları içerir: sonraki yatırım turunda belirlenecek değerleme üzerinden yapılacak indirim oranı, değerleme üst sınırı ve hisse devir bedeli. Girişimin henüz ekonomik potansiyelinin tam olarak açığa çıkmadığı bu aşamada taraflar şirket değerlemesi yapmazlar. Geri ödemelerde, sözleşmede öngörülen yatırım turunda kabul edilen şirket değerlemesi esas alınır (Startup Hukuku, 2022a). Bu yatırım çeşidinde yatırımcının asıl amacı, belirlenen vade içinde girişimin yatırım turunu gerçekleştirerek indirimli pay sahibi olmaktır. Bu hissenin miktarı verilen para miktarına ve geçen süreye bağlı olarak ortaya çıkan faiz getirisine göre belirlenir (Medium, 2023).

Gelecekteki Pay Sahipliği İçin Çerçeve Sözleşme (SAFE)

“Simple Agreement for Future Equity”nin kısaltılmış şekli olan SAFE sözleşmesi Türkçe’de “Gelecekteki Pay Sahipliği İçin Çerçeve Sözleşme” olarak ifade edilmektedir. Bu sözleşme türünde yatırımcı, ileriki bir finansman turunda veya bir çıkış olayında (exit event) gelecekte hisse senedi almak üzere, girişime nakit sağlamaktadır. Paya dönüştürülebilir borçlanma aracının aksine, SAFE’in bir vade tarihi, faiz oranı veya borç yükümlülüğü bulunmamaktadır. Basitçe ifade etmek gerekirse; belirli tetikleyicilere ve koşullara dayalı olarak gelecekte hisse alış-veriş taahhüdü olarak kabul edilebilir. Bu yatırımdaki temel motivasyon, erken aşama girişimlerinin sermaye toplama sürecini basitleştirmek ve hızlandırmaktır. Bu yöntemle girişimler, değerleme müzakereleri veya karmaşık

hukuki belgelerle uğraşmadan hızlı ve kolay bir şekilde sermayeye ulaşabilmektedir. Yatırım süreçlerini kolaylaştırmak için ilk defa dünyanın önde gelen risk yatırımcısı olan Y Combinator isimli Amerikan yatırım fonu tarafından 2013 yılında kullanılan bu sözleşme türü, yatırım turlarında görülen uzun soluklu müzakerelere ve karmaşık hukuki süreçlere çözüm sunmayı amaçlamaktadır (Y Combinator, 2024). İlk SAFE uygulamalarında önce şirkete değerleme yapılır (pre-money SAFE), sonra yatırım yapılır. Ancak bu uygulama, girişimcinin ihtiyaç duyduğu acil nakde ulaşmasını zorlaştırdığı için bundan vazgeçilmiştir. Günümüzdeki yaygın uygulama, tetikleyici koşul gerçekleştikten sonra değerleme (post-money SAFE) şeklindedir. Buna göre gelecekte hisse senedi almak amacıyla girişimin nakit ihtiyacını bugünden karşılayan SAFE sözleşmesi, tetikleyici koşul, değerleme tavanı ve indirim oranı üzerinde sağlanan anlaşma çerçevesinde yapılmaktadır. SAFE sözleşmesi, tetikleyici koşulların oluşmasına bağlı olduğu için bu sözleşmede herhangi bir vade kistası olmadığı gibi tetikleyici koşulun oluşmaması halinde hisse satışı da gerçekleşmemektedir (Akingbemila, 2022, s. 2-4).

SAFE sözleşmesi yatırımcı ve girişim arasında yapılacak anlaşmaya bağlı olarak esnek bir yapıya sahiptir. Değerleme oranı ve indirim hakkına bağlı olarak 4 türünden bahsedilebilir: Değerleme sınırlı (valuation cap) ve indirimsiz, değerleme sınırsız ve indirimli (discount rate), değerleme sınırlı ve indirimli, değerleme sınırsız ve indirimsiz olarak sonraki yatırımcılar ile aynı koşullara sahip olma. Sözleşmede değerleme üst sınırı ve indirim oranının birlikte tercih edilmesi durumunda hangi değer yatırımcının lehine ise dönüşüm ilgili değer üzerinden gerçekleşmektedir (Startup Hukuku, 2022b).

Çerçeve Güvenceler İçeren Mutabakat Sözleşmesi (KISS)

Uluslararası kullanımda "Keep It Simple Security" (KISS) olarak ifade edilen bu sözleşme modeli, Türkiye'de "Çerçeve Güvenceler İçeren Mutabakat" olarak ifade edilmektedir. Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmesi (CN) ile Gelecekteki Pay Sahipliği İçin Çerçeve Sözleşme'ye (SAFE) yeni özellikler kazandırılarak geliştirilmiş olan bu sözleşme modeli, öncelikle tohum girişimlerin finansmanını kolaylaştırmayı amaçlamaktadır. Silikon vadisinde SAFE'ten sonra en çok tercih edilen yatırım sözleşmesi olan KISS'in ilk örneği, 500 Startups adlı şirket tarafından 2014 yılında uygulanmıştır. Adı geçen şirket tarafından düzenlenen bu sözleşmede, "vade tarihi ve faiz oranı içeren borç sözleşmesi" ve "vade ve faiz içermeyen hisse senedi" tarzında iki farklı versiyon bulunmaktadır (500.co, 2022).

KISS sözleşmesi SAFE ile benzer şekilde, tetikleyici gelişmelere dayalı paya dönüşüm opsiyonuna sahiptir. Taraflar arasında belirlenecek sözleşme maddeleri, girişim şirketinin beklentinin üzerinde değerlendirilmesi ya da planlanan değerlemeye ulaşamaması durumunda KISS yatırımcısını koruyacak şekilde düzenlenmiştir. Bu çerçevede düzenlenecek sözleşme içeriğinde değerlendirme sınırı, indirimli değer oranı belirlenerek sözleşme yapılmaktadır (Yanık, 2021, s. 361-362). Vade içeren dönüştürülebilir KISS senetlerinde 18 aylık bir vade tarihi söz konusu olmaktadır. Örneğin vade tarihine kadar en az 1 milyon ABD dolarlık bir yatırım turu gerçekleşmezse, KISS sahibi oy çokluğuyla değerlendirme üst sınırından dönüştürmeyi seçebilir. Paya dönüşümden önce girişimin satılması halinde, yapılan yatırımın iki katının yatırımcıya ödemesi veya değerlendirme üst sınırından dönüşüm tercihlerinden biri uygulanır (Eqvista, 2024).

Amerikan hukukuna dayalı olarak geliştirilen bu yatırım sözleşmeleri, ülkemizde sermaye piyasası araçlarından Paya Dönüştürülebilir Tahvil'e benzetilse de girişimin gelecekte gerçekleşecek tetikleyici olaya göre yükümlülük altına girmesi ve genel kurul kararına ihtiyaç duyulmadan borç ve sermaye karması yöntemlerinde belirlenen koşullarla yatırımın paya dönüşmesi, Türk Ticaret Hukuku'nda düzenlenmemiştir (Asker, 2024). Ancak bu tür uygulamalar, ülkemizde borçlar hukuku kapsamında taraflar arası sözleşme serbestisi ilkesine dayandırılmıştır. Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin 2024 yılında SPK tarafından md.15 (f) bendinde yapılan güncel düzenleme şu şekildedir:

Payları borsada işlem görmeyen girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanı karması olarak yapılan dırılmış finansman niteliğinde finansman sağlayabilir. Bu durumda finansmanın sağlanmasından önce, fon ve girişim şirketi arasında asgari olarak bu finansman türüne uygun vade, faiz ve şirket payına dönüşüm koşullarını içeren bir sözleşmenin akdedilmesi zorunludur (Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)'inde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliği, 2024).

Borç ve sermaye karması finansman yöntemleri SPK tebliği kapsamında girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmiştir. Halihazırda kullanılan sözleşme çeşitlerinin kurumsallaşması adına atılan adım ile sektör paydaşları tarafından memnuniyetle karşılanmıştır.

GSYF Sözleşmelerinde Öne Çıkan Bazı Şartlar

Sözleşmelerde bahsi geçen maddeler dışında ekosistem büyüdükçe taraflar arası hakların korunmasına yönelik ilave maddeler ileri sürülebilmektedir. Üst

değerle sınır getirilmesi, indirim şartı gibi şartların dışında, girişimin değerleme öncesi satılması halinde yatırımcıya ödenecek tutarı belirleme hakkı, finansal ve diğer özel bilgileri inceleme hakkı, yönetimde yer alma hakkı ve kurucuların belirli bir süreye kadar hisse devri yapmasına engel olma hakkı gibi birtakım şartlar söz konusu olabilmektedir.

GSYF ekosisteminde geliştirilen yeni sözleşmelerde tarafları korumayı amaçlayan üç şart öne çıkmaktadır. Bunlar; imtiyazlı pay alımı, en çok kayırılan ülke (most favored nation) anlayışının uygulanması ve pro-rata hakkıdır.

İmtiyazlı Pay Alımı

Yatırımcı kitleyi koruyucu ve girişimin sürdürülebilirliğini amaçlayan imtiyazlı paylar, kurucu ve yatırımcı gruplara göre A-B-C grubu paylar şeklinde düzenlenerek hangi pay grubunun ne tür imtiyazlara sahip olacağı belirlenir. İmtiyazlar genel olarak temettü gelirlerinin dağıtımına yönelik şartları içeren kâr payı dağıtımı imtiyazları, şirketin doğrudan tasfiyesi ya da yönetim boşluğu oluşturacak ayrılma, girişim faaliyetlerini olumsuz etkileyecek birleşme ve devralma halinde kurucu kontrolünün kaybolması vb. durumlara karşı öncelikli çıkış imtiyazı ve sözleşme şartlarının dışına çıkılmasını engelleyecek oy hakkına sahip olmaya yönelik imtiyazlardan oluşmaktadır (Aksan, 2016).

Most Favored Nation (En Çok Kayırılan Ülke-MFN) Maddesi

Uluslararası ticaret anlaşmalarında kullanılan MFN (En Çok Kayırılan Ülke), ticari faaliyetlere ait tüm ortakların aynı muameleyi görmesi ya da ayrımcı olmayan ticaret politikası olarak özetlenebilir. Bu ticaret politikası, gelecekte başka bir yatırımcıya sunulacak daha iyi bir imkânın mevcut yatırımcı için de geçerli olmasını sağlamak şeklinde GSYF ekosistemi içinde kullanılmaya başlanmıştır (MontagueLaw, 2024).

Örneğin, erken aşama SAFE yatırımcısının girişime 10 milyon ABD doları değerleme üst sınırı ile nakit aktardığını varsayalım. Bir başka yatırım turunda yeni yatırımcı 8 milyon ABD doları değerleme üst sınırı ile bir önceki yatırım turundan daha avantajlı bir yatırım gerçekleştirsin. Bu durumda MFN maddesi devreye girerek ilk yatırımcıya ait değerleme üst sınırı 10 milyon ABD doları yerine 8 milyon ABD doları değerleme üzerinden paya dönüşecektir. Benzer şekilde ilk SAFE yatırımcısı bir sonraki yatırım turunda gerçekleşecek değerleme üzerinden %20 indirim hakkına sahip iken, yeni yatırımcının %25 indirim oranı ile yatırım yapması durumunda ilk yatırımcının paya dönüşümü %25 indirim oranı üzerinden gerçekleşecektir (Kowalewski, 2022).

Pro-Rata Hakkı

Bu uygulamada, mevcut yatırımcının girişimdeki pay oranındaki seyrelmelerin önlenmesi amaçlanır. Yatırımcıların orantılı paylarını korumak için gelecekte gerçekleşecek finansman turları sırasında mevcut girişimden ek hisse satın almalarına izin veren hükümdür. Böylelikle yatırımcı payları korunarak şirketin büyümesi de desteklenmiş olur (Graumann, 2024). Örneğin %10 paya sahip bir yatırımcıya, pro-rata hakkına sahip ise, şirketin ileriki yatırım turları sonucunda paylarının seyrelmeye uğramaması ve %10'luk payını koruyabilmesi için o yatırım turuna katılarak pay oranını korumasını sağlayacak kadar yatırım yapma opsiyonu tanınır.

Birkaç Uygulama Örneği



Örnek 1: İndirim Hakkı Tanınan Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmesi

- Erken aşama yenilikçi bir girişim olan X şirketi, 2 ortaklı, 500.000 TL sermaye ile kurulmuş A.Ş.'dir. Şirket sermayesi 1 TL değer üzerinden 500.000 adet paya bölünmüştür. Girişim şirketi 1 yıl içerisinde yeni bir yatırım turu planlamaktadır. Bu süre zarfında operasyonel giderleri için ara dönem finansman ihtiyacı duyan girişim,
- Y adında GSYF ile bir yıl vadeli 480.000 TL'lik paya dönüştürülebilir borç sözleşmesi düzenleyerek (bir sonraki yatırım turunda belirlenecek değerleme üzerinden %20 indirim hakkı karşılığında) finansman sağlamıştır.
- Girişim bir yılın sonunda, Z adında bir GSYF'den 10.000.000 TL yatırım öncesi (pre-money) değerleme üzerinden 2.000.000 TL yatırım almıştır.
- Yatırımcı Z'nin yeni değerleme üzerinden pay fiyatı: $10.000.000 \text{ (yeni değer)} / 500.000 \text{ (toplam pay adedi)} = 20 \text{ TL}$ ve pay adedi: $2.000.000 / 20 = 100.000$ adettir.
- Yatırımcı Y paya dönüştürülebilir borç sözleşmesi çerçevesinde yeni değerleme üzerinden, sahip olduğu %20 indirim hakkını kullanmıştır. Pay fiyatı: $(10.000.000 - (10.000.000 \times 20 \%)) / 500.000 = 16 \text{ TL}$
- Yatırımcı Y, erken dönemde risk alarak yaptığı yatırım karşılığında indirim hakkı elde ederek (pay adedi: $480.000 \text{ TL} / 16 \text{ TL} = 30.000$) pay sahibi olmuştur.



Örnek 2: İndirim Hakkı ve Değerleme Üst Sınırı Belirlenen Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmesi

Değerleme üst sınırı (valuation cap), ara dönemde girişime sağlanan finansmanın hisseye dönüşeceği ilk yatırım turunda değerleme üst sınırının belirlenmesi durumudur. Değerleme üst sınırı ne kadar düşük olursa erken dönem yatırımcısının dönüşüm payı da o kadar yüksek olacaktır. Diğer taraftan gelecek yatırım turlarına yönelik projeksiyon ve kurucu ortak payında yaşanacak seyrelmenin önüne geçecek motivasyonun sağlanması önemli hususlardır.

İkinci örneğimizde indirim hakkına ek olarak değerleme üst sınırı yer alır. Bu çerçevede,

- Erken aşama yenilikçi bir girişim olan X şirketi, 2 ortaklı, 500.000 TL sermaye ile kurulmuş A.Ş.'dir. Şirket sermayesi 1 TL değer üzerinden 500.000 adet paya bölünmüştür. Girişim şirketi 1 yıl içerisinde yeni bir yatırım turu planlamaktadır. Bu süre zarfında operasyonel giderleri için ara dönem finansman ihtiyacı duyan girişim,
- Y adında bir GSYF üzerinden bir yıl vadeli 480.000 TL'lik paya dönüştürülebilir borç karşılığında ilk yatırım turunda %20 indirim hakkı ve 7.000.000 TL değerleme üst sınırı belirlemiştir.

- Girişim bir yılın sonunda, Z adında bir GSYF'den 10.000.000 TL yatırım öncesi (pre-money) değerleme üzerinden 2.000.000 TL yatırım almıştır.
- Yatırımcı Z'nin yeni değerleme üzerinden pay fiyatı: $10.000.000 \text{ (yeni değer)} / 500.000 \text{ (toplam pay adedi)} = 20 \text{ TL}$ ve pay adedi: $2.000.000 / 20 = 100.000$ adettir.
- Yatırımcı Y'nin paya dönüştürülebilir borç sözleşmesinde yer alan 7.000.000 TL değerleme üst sınırı devreye girecektir. Değerleme üst sınırının altında bir değerleme gerçekleşmesi durumunda ise %20 indirim hakkı devreye girecektir.
- Paya dönüşüm fiyatı: $7.000.000 / 500.000 = 14 \text{ TL}$
- Yatırımcı Y erken dönemde sağlamış olduğu finansman ile, $480.000 \text{ TL} / 14 \text{ TL} = 34.285$ pay adedine sahip olmuştur.
- İlk örnekte %20 indirim oranı ile 16 TL'den pay sahibi olan yatırımcı ikinci örneğimizde yer alan değerleme limiti ile 14 TL üzerinden pay sahibi olarak daha avantajlı bir yatırım gerçekleştirmiştir.
- Yatırımcı Y erken dönemde paya dönüştürülebilir borç sözleşmesi aracılığıyla yapmış olduğu yatırımda daha düşük değerleme hakkı sayesinde yeni tura katılan yatırımcıya oranla avantajlı pay sahibi olmuştur.
- Ayrıca taraflar arasında belirlenen faiz oranı üzerinden de paya dönüştürülebilir borç sözleşmesi yapılabilir. Bu durumda yatırımcı girişime verdiği borç karşılığında ilk yatırım turunda faiz getirisi ile paya dönüşüm hakkı elde edecektir.
- Pay ve borçlanma karması yatırım yöntemlerinin tercih edilmesinde nihai amaç paya dönüşümün sağlanmasıdır. Şirketin sözleşmede belirlenen vade tarihinde yatırım turunu gerçekleştirememesi durumunda girişime sağlanmış olan finansmanın geri ödenmesi gerekmektedir. Henüz nakit akışı sağlayamamış bir girişimin sözleşme şartlarını yerine getirme olasılığı düşüktür.
- Girişimin başarısına yönelik beklentinin devam etmesi kanaati söz konusu ise taraflar sözleşme tarihi ve şartlarını bir sonraki yatırım turuna göre güncelleme yolunu tercih edecektir.
- Diğer bir alternatif ise girişimin beklenen performansı sergileyememesi nedeniyle yakın zamanda yatırım alamayacağına yönelik kanaatin oluşması durumudur. Bu senaryoda günün şartlarına göre yapılacak değerleme üzerinden paya dönüşüm alternatifi tercih edilebilir. Bütün alternatiflere rağmen başarısızlıkla sonuçlanacak girişime yapılan yatırımın bir kısmı ya da tamamının kaybedilme riski bulunmaktadır.



Örnek 3: SAFE Sözleşmesine Dayalı Finansman

- Erken aşama yenilikçi bir girişim olan X şirketi, 2 ortaklı, 500.000 TL sermaye ile kurulmuş A.Ş.'dir. Şirket sermayesi 1 TL değer üzerinden 500.000 adet paya bölünmüştür. Girişim şirketi 1 yıl içerisinde yeni bir yatırım turu planlamaktadır. Bu süre zarfında operasyonel giderleri için ara dönem finansman ihtiyacı duyan girişime,
- Y adında GSYF, SAFE sözleşmesi kullanarak 480.000 TL'lik yatırım yapmıştır.
- Sözleşmede tetikleyici unsur ilk yatırım turu olarak belirlenmiştir.
- İlk örnekle benzer şekilde %20 indirim hakkı ve 7.000.000 TL değerleme üst sınırı belirlenmiştir.
- İlk yıl yeni yatırım turunu gerçekleştirmesi beklenen girişim beklenen sürede yatırım alamamıştır. Yukarıda bahsedildiği üzere SAFE sözleşmesi kullanılarak yapılan yatırımın geri ödeme vadesi bulunmamakta, borç yükümlülüğü taşımamaktadır.
- Tetikleyici unsur olan yatırım turu Z adında bir GSYF tarafından iki yılın sonunda gerçekleşebilmiştir. Girişim 10.000.000 TL yatırım öncesi (pre-money) değerleme üzerinden 2.000.000 TL yatırım almıştır.
- Yatırımcı Z'nin yeni değerleme üzerinden pay fiyatı: $10.000.000 \text{ (yeni değer)} / 500.000 \text{ (toplam pay adedi)} = 20 \text{ TL}$ ve pay adedi: $2.000.000 / 20 = 100.000$ adettir.
- Yatırımcı Y'nin SAFE sözleşmesinde yer alan 7.000.000 TL değerleme üst sınırı devreye girecektir. Paya dönüşüm fiyatı: $7.000.000 / 500.000 = 14 \text{ TL}$,
- Yatırımcı Y erken dönemde sağlamış olduğu finansman ile, $480.000 \text{ TL} / 14 \text{ TL} = 34.285$ pay adedine sahip olmuştur.
- SAFE sözleşmesini paya dönüştürülebilir borç sözleşmesinden ayıran temel özellik vade tarihinin olmamasıdır.
- Yatırımcı Y erken dönemde SAFE sözleşmesi aracılığıyla yapmış olduğu yatırım sayesinde değerleme sınırı sayesinde mevcut yatırımcıdan avantajlı pay sahibi olacaktır.
- Tetikleyici unsurun gerçekleşmemesi durumunda pay sahibi olunamayacak, SAFE sözleşmesi paya dönüşmediği için yatırımcının hisse satışı imkanı da olmayacaktır. Girişim faaliyetlerini devam ettiremez ise yatırımının tamamını kaybetme riski vardır. Bu nedenle GSYF ve melek yatırımcının, SAFE sözleşmesi kullanarak yatırım yapacakları startupları doğru analiz ederek yatırım yapması gerekir.

Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarının İslami Finans Açısından Değerlendirilmesi

Yukarıda belirttiğimiz üzere, GSYF ekosisteminin temel mantığı ve işleyişi, ana akım iktisat anlayışının hâkim olduğu piyasalar tarafından şekillenmektedir. Bunun bir sonucu olarak İslami finans anlayışına aykırı birtakım hususlar söz konusudur. GSYF'den yararlanmak isteyen, ancak dini hassasiyetlerinden dolayı bu alana mesafeli duran birçok Müslüman yatırımcıların veya girişimcilerin olduğu görülmektedir. Mevcut yapısıyla GSYF'yi olduğu gibi kabul etmek İslami değerler açısından mümkün olmadığı gibi sunduğu büyük iktisadi fırsatlar dikkate alındığında tümünden reddetmek de doğru değildir. Nitekim İslam medeniyetinin gelişim süreci dikkate alındığında, karşılaşılan diğer medeniyetlere ait birikimlerin tümünden kabul veya reddine dayalı genellemeci anlayışın doğru olmadığı görülür. Bu anlayışa uygun olarak mevcut GSYF ekosisteminin İslami değerlere aykırı olmayan bilgi ve deneyimlerinden yararlanılması ve son tahlilde İslami finans anlayışına uygun bir GSYF modelinin geliştirilmesine çaba harcanması daha isabetli bir yaklaşım olacaktır. Buna göre öncelikle GSYF uygulamalarının temel amacı, akit/sözleşme yapısı ve içerdiği şartların, İslam akit ve şirketler hukuku açısından tahlil edilmesi gerekmektedir.

Amaç ve Sözleşme Yapısı Açısından Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

GSYF uygulaması; fon yöneticisi, yatırımcı, girişimci, yatırım komitesi, SPK, Saklama Kuruluşu, Merkezi Kayıt Kurumu gibi birçok unsurdan oluşmaktadır.

Bu yönüyle GSYF'leri, basit yapıli klasik bir İslami ortaklık veya sözleşme sınırları içinde analiz etmek güç görünebilir. Buna rağmen GSYF'lerde temel amaç, elindeki birikimi değerlendirmek isteyen kesim ile yenilikçi fikirlerini ticari bir ürüne çevirmek isteyen kesimin bir araya getirilmesi olduğu açıktır. Bazı GSYF uygulamalarında borç verme işlemi söz konusu olsa da sermaye tarafının (yatırımcının) asıl amacı, girişimcinin elde edeceği muhtemel kazanca ortak olmaktır. Bu noktada GSYF ekosisteminin özü itibarıyla kar-zararın paylaşımına dayalı bir emek-sermaye ortaklığı ile ilişkilendirmek mümkündür. Nitekim konuyu İslami finans çerçevesinde ele alan çalışmalarda GSYF'lerin müşâreke veya mudâabe ortaklığı (şirketi) çerçevesinde değerlendirildiği görülmektedir (Döndüren, 1992; Kuluç, 2021; Durmuş, 2022; Sultan, 2025).

GSYF'lerde girişimciler, az da olsa öz sermayelerini girişime dahil edebilmekte, yatırımcılar da zaman zaman sermayenin yanı sıra tecrübe aktarımı, kurumsallaşma ve network desteği sağlama gibi yöntemlerle

Mevcut yapısıyla GSYF'yi olduğu gibi kabul etmek İslami değerler açısından mümkün olmadığı gibi sunduğu büyük iktisadi fırsatlar dikkate alındığında tümünden reddetmek de doğru değildir.

yatırım süreçlerine müdahil olabilmektedir. Bu açıdan GSYF'leri, müşârike/inan ortaklığına benzetmek mümkündür (Kuluç, 2021). Ancak temel mantığı ve işleyişine yakından bakıldığında GSYF'lerin müşârikeden ziyade mudâربه ortaklığı üzerinden temellendirilmesinin daha isabetli olduğu kanaatindeyiz. GSYF'leri selem akdi çerçevesinde değerlendirmek de çok isabetli görünmemektedir. Aşağıda ayrıntılarına yer vereceğimiz üzere, selem sözleşmesinde kâr veya zararlar sonuçlanabilecek bir ticari faaliyet söz konusu olmayıp, fiyatı ve teslim tarihi kesinleştirilmiş standart bir malın satışı söz konusudur. Bundan dolayı GSYF uygulamalarını müşârike ortaklığı veya selem akdi yerine mudâربه ortaklığı çerçevesinde fıkhi bir zemine taşımak çok daha isabetli görünmektedir.

Temel Amaç Açısından Mudâربه Ortaklığı ve GSYF

Türkçe emek-sermaye ortaklığı olarak ifade edilen mudâربه ortaklığı, asrısadetten itibaren yüzyıllarca Müslüman tüccarlar için önemli bir finansman kaynağı olmuştur. Fıkıh kaynaklarında çok ayrıntılı olarak ele alınan bu ortaklık türü, sermaye sahibinin (rabbü'l-mâl) bir miktar parayı (ra'sü'l-mal), işletip kâr etmesi ve elde edeceği karın belli bir oranını, ana parayla birlikte sermayedara vermesi şartıyla bir işletmeciyeye (mudârib) teslim etmesi olarak açıklanabilir (Mâverdî, 1989, s. 23; Mecelle, md. 1404; Kumaş, 2006, s. 375). Mudâربه ortaklığı, fıkıh kaynaklarında

akid şirketi kapsamında değerlendirildiği için hem tarafların akit ehliyetine sahip olmaları hem ortaklığın konusunun dinen meşru olması gerekmektedir. Farklı görüş ortaya koyan fıkıh mezhepleri olsa da akid anlayışı çerçevesinde tarafların birinin veya her ikisinin gayrimüslim olmasında da bir sakınca görülmemiştir (Mâverdî, 1989, s. 270; Serahsî, 1978, XXII, s. 125-126; İbn Kudâme, 1972, V, s. 162).

Mudâربه ortaklığı kurulurken yatırımcı, işletim sürecine dair hiçbir şart ileri sürmeden (mutlak mudâربه) mudâribi fonlayabileceği gibi, bazı sınırlamalar da getirebilir (mukayyed mudâربه). Sınırlı mudâربه ortaklığında yatırımcı, iktisadi faaliyetin hangi sektörde, nerede, hangi sözleşmeler kullanılarak yapılacağı gibi bazı konularda kısıtlama getirebilir. (Mecelle, md. 1406). Benzer şekilde mudâribin aynı anda, aynı sıfatla başka bir şirkette yer alması da sermayedar tarafından yasaklanabilir. Mudârib, sınırsız mudârebeye, basiretli bir tüccar olarak maruf ticaretin gerektirdiği her türlü işlemi yapma yetkisine sahipken, sınırlı mudârebeye sermayedarın belirlemiş olduğu şartlara uymak zorundadır. Aksi halde mudâربه akdi bozulmuş olur ve zarar söz konusu ise mudâribin, tüm zararı tazmin etmesi gerekir (Serahsî, 1978, XXII, 18; Mâverdî, 1989, 122; İbn Kudâme, 1972, V, 158; Mecelle, md. 1414).

GSYF uygulamasına gelince; burada da temel amaç, yatırımcı ile girişimcinin bir araya getirilmesidir. Yatırımcılar, anonim şirket özelliği taşıyan girişime, hisse senedi karşılığında ortak olmaktadır (AAOIFI, 2022, 12:4/1). Girişimin ana faaliyet alanı şayet İslami ilkelere aykırı değilse bu yolla elde edilen kazanç mudârebeden elde edilen kazanç gibidir. Kural olarak, ana faaliyet alanı meşru olsa bile, sözleşmesinde faizli işlemler veya mahzurlu malların ticaretinin de yapıldığı açıkça ifade edilen şirketlere yatırım yapmak caiz değildir. Ancak sözleşmesinde meşru olmayan (faiz,

***Eğer girişimin ana faaliyet alanı
İslami ilkelere aykırı değilse
bu yolla elde edilen kazanç
mudârebeye benzer; ancak
sözleşmesinde faizli işlemler veya
mahzurlu malların ticareti yer alan
şirketlere yatırım caiz değildir.***

mahzurlu mal ve hizmet satışı vb.) hususlar olmasına rağmen, İslami finans ilkelerine aykırı faaliyet yapıldığı ortaya çıkarsa bu durum, helal iktisadi faaliyetin tâli (tâbi) bir unsuru olarak kabul edilebilmektedir. Buna göre helal işler yapan bir şirketin faizli kredi almış olduğu oraya çıkar ve bu kredinin toplam değeri, hisse senetlerinin toplam piyasa değerinin 1/3'ünü (%33) aşmaması durumunda yatırımın gelirleri tümünden gayrimeşru kabul edilmez. Aynı şekilde şirketin fıkhen meşru olmayan işlemlerden elde edilen gelirin, toplam gelirin %5'ini aşmaması gerekir. Ancak bu orana ulaşmamış olsa da mahzurlu kazancın elden çıkarılması (tezkiye) gerekir. Son olarak yatırım yapılacak şirketin para ve alacaklarının toplam mal varlığı içindeki oranı, üçte birinden az olması gerekmektedir. Zira bu durumda, akdin konusu alacak olarak kabul edileceği için, alacağın satışı caiz değildir (AAOIFI, 2022 21:3/4; Durmuş, 2022).

Üst-Mudârib ve Fon Yöneticisi

Mudâربه ortaklığında, taraflar aksini kararlaştırmadıkça, prensip olarak mudâribin (girişimci) birden fazla kişinin sermayesini birleştirerek bir sermaye havuzu oluşturması caiz görülmüştür. Ayrıca mudâribin toplamış olduğu sermayeyi kendisi işletebileceği gibi, alt-mudâربه yoluyla üçüncü şahıslara kullandırması da mümkündür (Serahsî, 1978, XXII, 18; Mâverdi, 1989, 24, 122; İbn Kudâme, 1972, V, 159; Mecelle, md. 1407). Mudâربه uygulamasında üst-mudârib vekil değil; yatırımcı karşısında girişimci, girişimci karşısında ise yatırımcı konumundadır. Bundan dolayı üst-mudâribin kazancı, girişimin elde edeceği kârâ göre belirlenmektedir. Bu hususlar, GSYF'lerdeki fon yöneticisinin varlığını da fıkhen izah etme imkânı vermektedir. Nitekim GSYF'lerde yatırımcılar şeklen fona ortak alsalar da dolaylı olarak fon tarafından finanse edilen girişim şirketine ortak olmakta ve elde edeceği gelir, girişim şirketinin kârlılığına bağlıdır. Fon

yöneticisi, kurumsal GSYF'lerde yatırımcının vekili, özel GSYF'lerde ise girişimci konumundadır. Vekil durumunda olan fon yöneticisi fon hacmine göre belli bir ücret, girişimci durumundaki fon yöneticisi ise fonun kazancına göre orantısız bir gelir elde etmektedir. Buna göre özel GSYF'lerde fon yöneticisinin konumu ile üst-mudâribin pozisyonu arasında büyük bir benzerlik olduğunu söylemek mümkündür. Kurumsal GSYF'lerdeki fon yöneticisinin aldığı ücretin, İslami finans ilkelerine göre hizmet veya vekalet ücreti çerçevesinde değerlendirilmesi mümkündür.

Yatırım Komitesi

Mudâربه ortaklığında üst-mudârib, genel idare kendisinde kalmak şartıyla uzmanlık gerektiren işlerde başkalarını istihdam edebilir. Bu kişilere hizmet veya ücretli vekalet çerçevesinde ücret verebileceği gibi kardan prim de verebilir. Ancak her durumda yatırımcıya karşı sorumluluk üst-mudâربه ait olmaya devam eder (Serahsî, 1978, XXII, 31-2; İbn Kudâme, 1972, V, 159; Döndüren, 1992, 20). Buradan hareketle GSYF'lerdeki yatırım komitesinin istihdam edilmesini fıkhen temellendirmek mümkündür. Nitekim yatırım komitesinin üstlendiği işler, fon yöneticilerinin bilgi ve tecrübesini aşan bazı uzmanlıkları gerektirebilmektedir. Vekil konumunda olan fon yöneticisinin yatırım uzmanlarını istihdam etmesi şirketin karlılığına katkı sunacağı için İslami vekalet akdinin ruhuna da uygundur.

SPK/Saklama Kuruluşu

Geçmişte birçok iktisadi ilişkide olduğu gibi mudâربه ortaklıklarında da devletin müdahalesi oldukça sınırlı olmuştur. Ancak bugün devletler, birçok ticari iş ve işlemi daha sıkı bir mevzuata tabi tutabilmektedir. Özellikle GSYF gibi yüksek riskli ve yatırımcı-girişimci arasındaki büyük bilgi asimetrisi olan alanlarda, suistimallere engel olmak için, bu tür kamusal müdahaleler

faydalı, hatta zorunlu hale gelebilmektedir. GSYF'lerin ülke ekonomisinin gelişimindeki rolü dikkate alındığında, bu tür kamusal müdahaleler; İslam hukuk metodolojisinde önemli bir hüküm çıkarma yöntemi olan "maslahat" çerçevesinde değerlendirilebilir. Ülkemizde GSYF ekosisteminin işleyişinde SPK, Saklama Kurulu ve MKK'nın düzenleyici ve denetleyici olarak sürece dahil olması, İslami finans ilkeleri açısından sorun teşkil etmemektedir. Bu bağlamda üzerinde durulması gereken nokta GSYF'lerde esas alınan SPK mevzuatı ve Türk Borçlar Kanunu'nun bağlayıcı hükümleri arasında açık bir şekilde İslami finans ilkelere aykırı yönlerin olup olmadığıdır. İlgili mevzuat hükümlerine bakıldığında birtakım faizli işlemler veya iki taraflı bağlayıcı taahhütler içeren bazı yasal düzenlemeler olsa da GSYF uygulamalarında bunların ana sözleşme dışında tutulması mümkündür.

Kar-Zarar Paylaşımı

Mudarebe ortaklığında tarafların kazancı, belli bir oran üzerinden elde edilecek nihai kârdan sağlanır. Ortaklık kurulurken veya henüz kâr ortaya çıkmadan, sermaye tarafının maktu (kesin) bir kâr talep etmesi veya mudâribin böyle bir kâr garanti etmesi, ortaklığı geçersiz hale getirir (Mecelle, md. 1412). Mudâربه akdinde sermaye sahibine genellikle kârın $\frac{3}{4}$ 'ü, mudâربه ise $\frac{1}{4}$ 'ü verilir. Fakat yetenek ve tecrübesinden dolayı mudâربه; işin riskine bağlı olarak da sermayedara daha fazla oranda kâr verilmesi mümkündür (Serahsî, 1978, XXII, 22; İbn Kudâme, 1972, V, 143-149).

İslam hukukunda ortakların zarara katlanmalarının, sermaye oranlarına göre olacağı ittifakla kabul edilmiştir. Mudârabenin zararlar sonuçlanması halinde yatırımcı, dahil ettiği sermaye ile; girişimci de emeğinin karşılığını alamayarak zarara katlanmış olur (Mecelle, md. 1428). Zararın, sermayeyi aşması halinde, yatırımcının (rabbü'l-mal) bu zararı tazminle

sorumlu olmaması sınırlı sorumluluk ilkesinin işletildiğini göstermektedir (Serahsî, 1978, XXII, 19; Kallek, 2020). Aynı şekilde sözleşmede girişimcinin sermayeyi tazmin etmesini ön gören şartların bulunması da ortaklığı geçersiz (bâtıl) hale getirir. Fakat devlet veya ortaklığa taraf olmayan kişi veya kurumların bu tür yatırımları teşvik amacıyla hiçbir karşılık/bedel almaksızın ana paraya yönelik bir garanti taahhüdünde bulunması caizdir. Son olarak; İslam hukukçuları, mudâribin ortaklığın ruhuna aykırı davranması veya gereken özeni göstermemesi sonucu ortaya çıkacak zararları, kendisinin tazmin etmesi gerektiğinde de ittifak etmişlerdir (Serahsî, 1978, XXII, 19; İbn Kudâme, 1972, V, 148-9; Mecelle, md. 1421).

GSYF'lerde de zarar, benzer şekilde yatırımcılar tarafından karşılanır. Anonim şirket kuralları gereği yatırımcılar, ortaklığa dahil ettikleri sermaye kadar zarara katlanmakla yükümlüdürler. Ancak sermaye tarafının bu tür riskleri minimize etmek için çeşitli şartlar ileri sürdüğü görülmektedir. Aşağıda ayrıntılı olarak ele alacağımız bu şartların fıkhi açıdan tahlil edilmesi gerekmektedir.

İçerdiği Şartlar Açısından Girişim Sermayesi Yatırım Fonları

İslam hukukunda prensip olarak akit serbestisi benimsenmiş; tarafların dinin ruhuna ve fıkhi ilkelere aykırı olmamak kaydıyla birtakım şartlar ileri sürmeleri caiz görülmüştür. Fıkıh literatüründe tarafların ileri sürebilecekleri şartlar üç başlık altında değerlendirilmektedir:

1. **Ta'likî Şartlar:** Akdın kurulmasını muhtemel bir olaya bağlayan şartlar.

2. **İzâfî Şartlar:** Akdin kurulmasını ileride gerçekleşecek kesin bir olaya veya zamana bağlayan şartlar.
3. **Takyîdî Şartlar:** Akdin standart sonuçlarını sınırlandırıcı şartlar.

Bu şartların prensip olarak; aşırı garar (belirsizlik) ve cehalet (bilinmezlik) içermemesi, akdin ruhuna aykırı olmaması ve taraflardan birine haksız menfaat sunmayı amaçlamaması gerekmektedir. Bu genel değerlendirme çerçevesinde GSYF uygulamalarında öne çıkan bazı şartları değerlendirmeye çalışalım.

Paya Dönüştürülebilir Borç Sözleşmesi (PDBS)

GSYF ekosisteminde yaygın olarak uygulanan PDBS yatırımcıya, ileride gerçekleşecek yatırım turunda tatminkâr bir değerlendirme olup olmamasına bağlı olarak borç verme veya hisse satın alma imkanı vermektedir. Buna göre fonun girişime para aktardığında yaptığı işlem, bir borç işlemi olabileceği gibi bir hisse satışı da olabilecektir. Buna göre PDBS, muhtemel bir olaya (tatminkâr bir değerlendirme) bağlandığı için fıkhi ifadeyle ta'likî bir şart çerçevesinde değerlendirilebilir. Aksini savunanlar olsa da İslam hukukçularının çoğunluğu, mal (rakabe) veya menfaat mülkiyetinin intikalini gerektiren akitlerin ta'likî şartlara bağlanmasını geçersiz görmektedirler. Bu genel anlayışın bir gereği olarak mudârebenin de gelecekteki muhtemel bir şarta bağlanması doğru bulunmamıştır (Kallek, 2020). Ta'likî şartın cevazını mümkün gören fukahânın görüşü kabul edilecek olsa bile bu şekliyle PDBS, başka mahzurlar içermektedir. Şöyle ki; tetikleyici unsurun gerçekleşmesi halinde yatırımcının verdiği borç, faiziyle birlikte paya dönüşecektir. Şayet yatırımcı faizden vazgeçse bile hisse alımında uygulanan indirim ve değerlendirme üst sınırı şartı, bir borç ilişkisi sonucunda elde edildiği için, yine faiz kapsamında

değerlendirilebilecek bir durumu karşımıza çıkarmaktadır. Yatırımcı bu şekilde, ilk aşamadaki riski girişimciye yükleyerek gelir sağlamayı amaçlamaktadır. Bu anlayış, Mecelle'nin 85. maddesinde ifade edilen "Menfaat, tazmin sorumluluğuna (risk) katlanma karşılığındadır" şeklindeki İslami finansın temel ilkesine uygun düşmemektedir.

PDBS'nin fıkhi açıdan bir başka mahzurlu yönü ise fıkıh literatüründe "safkatân fîs-safka" kavramıyla ifade edilen yasak kapsamına girme ihtimalidir. İslâm hukukçuları farklı yaklaşımlar ortaya koymuş olsalar da yasağın mahiyeti ve kapsamı hususunda öne çıkan yaklaşıma göre,, sözleşme esnasında peşin ve veriye fiyatın bir arada söylenip hangisinin esas olduğu açıkça belirtilmeksizin satışın tamamlanmasıdır. Bu şekilde yapılan akid, içerdiği bilinmezlikten (cehalet) dolayı İslam hukukçularının çoğunluğuna göre geçersiz (bâtıl) kabul edilmiştir (Azzam, 2015).

Buna göre PDBS uygulamasının İslami finans ilkelelerine uygun hale gelebilmesi için öncelikle hisseye dönüşümün girişimci için de isteğe bağlı hale getirilmesi gerekmektedir. Ayrıca yatırımcının hiçbir durumda faiz talep etmemesi veya hisse alımlarında bir avantaj sağlamaması gerekmektedir.

Üst Değerleme Sınırı ve İndirim Şartı

GSYF ekosisteminde en sık görülen uygulamalardan biri de yatırımcının girişim şirketine, ileriki değerlendirme süreçlerinde bir üst sınır getirmesi ve/veya belli oranda indirim şart koşmasıdır. Bu şekilde, gelecek yatırım turlarında yüksek değerlendirme sonucu, yatırımcının sahip olacağı hisselerin sulanması önlenmiş ve aynı zamanda fazla risk alan erken aşama yatırımcılar ödüllendirilmiş olmaktadır. Yüksek risk alan yatırımcıların korunması ve kârdan daha fazla pay alması özû itibarıyla İslami finansın ruhuna aykırı değildir. Ancak yukarıda da ifade ettiğimiz gibi PDBS'de yatırımcının

önce borç vermesi ve buna bağlı olarak üst değerleme veya indirim hakkı elde etmesi faiz kapsamında değerlendirilecek bir durumdur. Nitekim fıkıh doktrininde ilke olarak borç verene menfaat sağlayan her türlü şart geçersiz sayılmıştır.

SAFE uygulamasındaki üst değerlendirme sınırı ve indirim şartına gelince; yukarıda ifade ettiğimiz şekilde ana sözleşmenin ortaklık hukuku çerçevesinde değerlendirilmesi halinde, bu tür şartlar ilk hisse satışı ile sınırlı olmak şartıyla caiz görülebilir. Çünkü burada ki hisse satışı, bir nevi geriye dönük yapılmakta iken yeni yatırımcıların ileriye dönüktür. Bu şekilde, erken aşamalarındaki girişimlere yatırım yaparak büyük risk almış olmaları dolayısıyla ilk yatırımcılar (pre-money) ödüllendirilmiş ve yeni girişimlere finans sağlamaya teşvik edilmiş olacaktır. Ancak daha sonraki yatırım turlarında üst değerlendirme sınırı ve indirim şartının meşruiyet gerekçesi olan geriye dönük bir işlem söz konusu olmadığı için bu uygulamalar, fasid şart çerçevesinde değerlendirilmelidir.

Yatırımın İki Katının Geri Alınması

Girişim Sermayesi Yatırım Fonu ekosisteminde görülen bir başka uygulama ise paya dönüşüm sürecinden önce girişimin satılması halinde, girişimcinin yapılan yatırımın iki katını yatırımcıya geri ödemesidir. Yaygın olarak yatırımın iki katı şeklinde uygulanan bu geri ödeme, tarafların anlaşmasına göre farklı oranlarda da olabilmektedir. Burada girişimci, yatırımcıya vadettiği birlikte kazanma ve büyüme hedefinden vazgeçerek sözleşmeye aykırı davrandığı için cezalandırılmış olmaktadır. Tarafların birbirine zarar verici keyfi uygulamalarını engellemek için öngörülen bu tür şartlar, İslam hukukunda cezai şart olarak değerlendirilebilir. Nitekim yukarıda da ifade ettiğimiz üzere, sınırlı mudârabede mudârib (girişimci) sözleşmeye aykırı davranması halinde ortaya çıkan zararı tazminle mükelleftir. Ancak İslam hukukunda cezai şartların

prensip olarak kanıtlanabilir maddi zararlarla sınırlı olduğu unutulmamalıdır. Buna göre paya dönüşüm öncesi, girişimin satılması halinde, yatırımcının uğramış olduğu zararların girişimci tarafından tazmin edilmesi fıkıhın ruhuna uygundur. Fakat bu zararın; enflasyon farkı, kur farkı, değerli madenlerdeki değer artışı gibi objektif kriterler üzerinden tespit edilmesi ve gerçek zarardan fazlasının talep edilmemesi önem arz etmektedir (Pekdemir, 2016).

Pro-Rata Hakkı

PDBS ve SAFE uygulamalarında öne çıkan şartlardan biri de pro-rata hakkıdır. Aynı şekilde yatırımcıyı korumayı amaçlayan bu hak, payların sulanmaması için ileriki yatırım turlarına öncelikli katılma (rüçhan) hakkını ifade etmektedir. Bu şekilde şirketin performansından memnun olan mevcut yatırımcılar yeni yatırım turlarında pay seyrilmelerini önleyecek şekilde ek hisse satın alma imkanı elde ederek şirketin gelecekteki değer artışlarından aynı oranda yararlanma hakkı kazanmaktadırlar. Böylelikle yatırımcı payları korunarak şirketin büyümesi de desteklenmiş olmaktadır. GSYF uygulamalarındaki ana sözleşmelere ilişkin fıkhi yapısal sorunların giderilmesi halinde, ileri sürülen pro-rata hakkı çerçevesinde alınacak hisselerde diğer yatırımcılarla aynı değerden olmak şartıyla öncelik tanınmasında İslami finans ilkeleri açısından bir sakınca söz konusu değildir. Nitekim bu uygulama, şirket ortaklarının sahip olduğu şuf'a (öncelikli alım) hakkı çerçevesinde değerlendirilebilir.

En Çok Kayırılan Ülke (Most Favored Nation-MFN) Hakkı

Uluslararası ticaret anlaşmalarında kullanılan En Çok Kayırılan Ülke (MFN) uygulaması, gelecekte bir ülkeye sunulacak daha iyi bir imkanın mevcut ticari ilişki kurulan ülkeler için de geçerli olmasını amaçlamaktadır. Günümüzde GSYF ekosistemine uyarlanan bu anlayışın sonucu olarak, sonradan girişime ortak

olan yatırımcıya tanınan değerlendirme üst sınırı, indirimli hisse satışı, pro-rata vb. şartlar, mevcut yatırımcılar için de geçerli hale gelmektedir. Daha önce de ifade ettiğimiz üzere, akdin özüne yönelik fıkhi sorunlar bir tarafa, MFN kapsamında ileri sürülen şartların fıkhi ruhuna uygun olduğu söylenebilir. Nitekim fıkhta, ortak (şerik) olma sebebiyle kişinin şuf'a hakkına sahip olduğu, bu hak dolayısıyla üçüncü şahıslara yönelik fiyat indirimi başta olmak üzere tanınan her türlü indirimin mevcut ortaklar için de geçerli olacağı benimsenmiştir. Buna göre, yeni yatırımcılara tanınacak tüm meşru hakların, eski yatırımcılar için de aynen geçerli olması İslami finans ilkelerine uygundur (Halil, 2005, s. 181).

İmtiyazlı Pay Alımı

İmtiyazlı paylar, yukarıda ifade edildiği gibi kurucu ve erken yatırımcılara tanınan temettü gelirlerinin dağıtımına yönelik imtiyazlar, öncelikli çıkış imtiyazı ve oy hakkına sahip olmaya yönelik imtiyazlardan oluşmaktadır. İslami finans anlayışı ve ortaklık hukuku gereği, mali imtiyazlar içeren imtiyazlı hisse senetleri ihraç etmek caiz değildir. Çünkü bu durumda kârin maktu olması ve diğer ortaklara haksızlık yapılması sonucu ortaya çıkmaktadır. Buna karşılık yatırımcının, finansal ve diğer özel bilgileri inceleme, yönetimde yer alma hakkı, harcama limiti, şirkete ait patent veya hakların satışına yönelik sınırlama getirme, kurucuların belirli bir süreye kadar hisse devri yapamayacağı şeklindeki idari konularda oy kullanma yetkisi sağlayan imtiyazlar İslami finans ilkelerine uygundur. Fakat gelir dağıtımı ve öncelikli çıkış haklarını içeren imtiyazlar İslami finans ilkelerine uygun görünmemektedir (AAOIFI, 2022, 12. ve 21. Standart; IIFA , 2025).

Sonuç Yerine: İslami Bir GSYF Modelinin Temel İlkeleri

İnsanlık için faydalı birçok yenilikçi fikrin hayata kavuşmasını sağlayan Girişim Sermayesi Yatırım Fonları ekosistemi, bu yönüyle İslam iktisadının temel felsefesine uygunluk göstermektedir. Ancak bu ekosistemi İslami finans açısından daha anlamlı kılan, büyük ölçüde kâr-zarar paylaşımı anlayışına dayanıyor olmasıdır. Nitekim, Müslümanların finansman yöntemi olarak asırlarca uyguladıkları kâr-zarar ortaklığına dayalı ortaklık (şirket) anlayışı, modern iktisadi hayata uyarlanarak günümüz insanına yeni bir perspektif sunmaktadır. Her ne kadar adil bir kâr-zarar paylaşımına gölge düşüren birtakım uygulamalar içerse de GSYF'lerin temelde faizsiz bir anlayışa dayandığı söylenebilir. Bu yönüyle GSYF ekosisteminin, İslami finansal sisteme entegre edilme, daha açık ifadeyle İslami bir GSYF modeline evrilme potansiyeline sahip olduğu kanaatindeyiz.

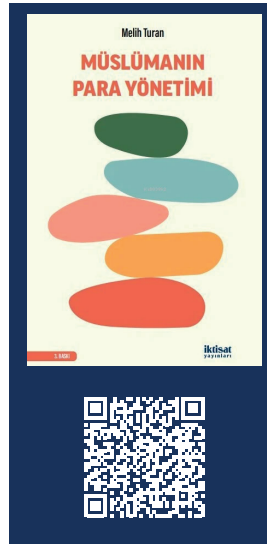
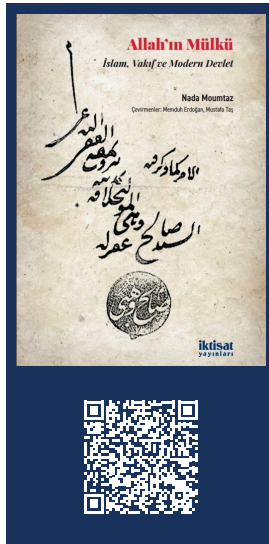
İslami bir GSYF modelinin varlığından söz edebilmek için faizli muamelelerden kaçınılması gerektiği kadar, akdin bütünlüğünün korunması, iki akdin bir arada yapılmaması, kumar, haksız kazanç, ileri derece bilinmezlik (cehalet) ve belirsizlik (garar) içermemesi ve böylece zayıf tarafın korunarak âdil bir kâr-zarar paylaşımının esas alınması gerekmektedir. Bu hususlar dikkate alındığında mevcut haliyle GSYF uygulamasındaki birçok işlemin İslami finans ilkelerine uygun olmadığı görülmektedir. İslami standartlarda bir GSYF yapısının oluşması için, bu mahzurlu noktaların İslami ilkelere uygun hale getirilmesi veya sistem dışına çıkarılması gerektiği açıktır.

Mudârabe (emek-sermaye) ortaklığı temelinde, İslam akit nazariyesi ve ortaklık anlayışına uygun bir GSYF modeli, aşağıda sıralanan kurallar çerçevesinde şekillenebilir:

- Sermaye tarafı ile girişim tarafının, adil bir şekilde nimet-külfet paylaşımına dayalı ortaklık çerçevesinde bir araya gelmeleri gerekir.
- Girişimci veya yatırımcı gayrimüslim olsa bile girişimin ana faaliyet alanının İslami ilkelere uygun olması zorunludur.
- Sermayedar ve girişimcinin dışında, fon yöneticisi, yatırım komitesi ve SPK nezdinde kamu kurumlarının ortaklığa dahil olmasında İslami akit ve ortaklık nazariyesi açısından bir sakınca söz konusu değildir.
- İslami finans ilkelerine açık şekilde aykırı olan hususlar hariç, GSYF ekosisteminin ilişkili olduğu Türk Borçlar Kanunu ve SPK mevzuatı, örf mesâbesinde fıkhi olarak bağlayıcıdır.
- Yatırımcının ortaklığa dahil ettiği sermayeyi garanti altına alacak veya riskini tümünden girişimciye yükleyecek birtakım şartlar ileri sürmesi caiz değildir. Girişimcinin buna rıza göstermesi durumu değiştirmez. Ancak ortaklığa taraf olmayan resmî kurumların veya özel şahısların sermaye garantisi vermesinde bir sakınca yoktur.
- Sermaye tarafının, işletim sürecine dair birtakım sınırlar getirmesi veya yatırım sürecine müdahil olabilecek bazı yetkiler talep etmesi caizdir.
- Girişimcinin ortaklığın ruhuna aykırı hata, kusur veya kötü niyet taşıdığının tespiti halinde ortaya çıkacak zararı kısmen veya tamamen tazmin etmesi gerekir.
- Girişimcinin, değerlendirme öncesi şirketi tasfiye etmesi halinde yatırımcının uğradığı maddi zararı, fazlası olmayacak şekilde tazmin etmesi gerekir.
- Fon yöneticisi ve yatırım komitesinin emekleri karşılığında fonun miktarına bağlı olarak veya tarafların serbest anlaşmalarına göre bir ücret almaları mümkündür. Ancak ücretin, girişimin elde edeceği kardan alınması İslami ortaklığın ruhuna daha uygundur.
- İleriki hisse alımlarında bir avantaja dayanak olacak şekilde yatırımcının girişimciye borç vermesi caiz değildir.
- Paya dönüşme şartıyla borç verme durumunda, pay dönüşüm şartının her iki taraf için bağlayıcı (lâzım) olmaması gerekir. Buna göre taraflardan sadece birisi için bağlayıcı olmasında fıkhi bir mahzur yoktur.
- Paya dönüşüm opsiyonuyla borç verme durumunda, üst değerlendirme sınırı veya indirim hakkı talep edilmesi caiz değildir.
- Sözleşme yapılırken, şirkete yaklaşık değer biçilerek (pre-money) yatırımcının aktardığı sermaye karşılığında sahip olduğu hisse miktarının belirlenmesi öncelikle hedeflenmelidir.

- Şayet girişim şirketleşmemiş veya girişimin gerçek ekonomik potansiyelinin tespit edilmesi henüz mümkün değilse, acil sermaye ihtiyacının ortaklık çerçevesinde karşılanması ve kâr paylaşım oranlarının ilk yatırım turuna bırakılmasında fıkhi bir engel yoktur.
- Pre-money şeklindeki sözleşmelerde, üst değerlendirme sınırı veya indirimli hisse alım hakkının sadece ilk yatırım turunda kullanılması caizdir. Daha sonraki yatırım turlarında bu tür avantajların devam ettirilmesi, diğer yatırımcılar açısından haksızlığa yol açacaktır.
- Mevcut hissedarlar arasında adil olmak kaydıyla her yatırım turunda yeni hisse senetleri ihraç etmek mümkündür.
- Tasfiye ve kâr dağıtımında bazı hissedarlara öncelik hakkı tanıyan imtiyazlar fıkhi olarak meşru değildir.
- Ekonomik ayrıcalık sağlamamak kaydıyla; finansal ve diğer özel bilgileri inceleme veya yönetimde yer alma hakkı, harcama limiti, şirkete ait patent veya hakların satışına yönelik sınırlama hakkı, kurucuların belirli bir süreye kadar hisse devri yapamayacağı şeklindeki idari konularda oy kullanma yetkisi sağlayan imtiyazlı pay satışı caizdir.
- Pro-Rata ve MFN hakkı çerçevesinde sonraki hissedarlara sunulan her türlü avantajın, mevcut yatırımcılara da tanınması, şüf'a hukuku açısından geçerlidir.
- Mevcut yatırımcının girişimdeki pay oranı seyrilmelerini önlemek için gelecek yatırım turlarında, piyasa değerinden olmak şartıyla ek hisse satın almaları mümkündür.
- Yatırım yapılacak girişime ait varlıklar içindeki nakit alacakların; mal veya hizmet bedeli olsa bile tüm mal varlığının 1/3'ünden fazla olmaması gerekir.
- Şirketin fıkhi olarak meşru olmayan işlemlerden elde ettiği gelirin, toplam gelirin %5'ini aşmaması gerekir. Bu oranın altında kalan mahzurlu gelirlerin de arındırılması (tezkiye) gerekir.
- Katılım GSYF adı altında yapılan muamelelerin İslami ilke ve değerlere göre yürütülmesini denetleyen ve yeni sorunlara fıkhi çözümler üreten dini danışma komitesinin teşkil edilmesi gerekir.

İlgili Yayınlarımız



Kaynakça

- 500.co. (2022). VC unlocked office hours. <https://500.co/content/vc-unlocked-office-hours> adresinden erişildi
- AAOIFI. (2022). *Faizsiz finans standartları*. İstanbul: TKBB Yayınları.
- Akın, M. Ş. (2020). Risk sermayesinin yüksek maliyeti ve startupların izlemesi gereken yatırım stratejisi. *İstanbul İktisat Dergisi*, 70(1), 229-245. doi:10.26650/ISTJECON2020-0010 adresinden erişildi
- Akingbemila, V. (2022). SAFE (Simple Agreement for Future Equity) and the startup founder. Available at SSRN, 1-10. doi:10.2139/ssrn.4063226
- Aksan, M. (2016). Girişim sermayesi hukuku 102: "Girişim sermayesi yatırım sözleşmelerine giriş". <https://aksan.av.tr/girisim-sermayesi-hukuku-102-girisim-sermayesi-yatirim-sozlesmelerine-giris/> adresinden erişildi
- Aksan, M. (2018, 20 Aralık). Girişim Sermayesi Hukuku 104: "Paya Dönüştürülebilir Borç Yöntemi ile Yatırım ve Yüksek Çözünürlüklü Yatırım". Medium. <https://l24.im/FXpf> adresinden erişildi
- Asker, G. (2024). Hızlı finansman arayışında SAFE sözleşmesi bir çözüm mü? 11 8, 2024 tarihinde Kılıç Çaylı&Partners: <https://www.kilicayli.com/post/hizli-finansman-arayisinda-SAFE-sozlesmesi-bir-cozum-mu-30012024> adresinden erişildi
- Azzam, H. F. (2015). Bir akidde akidlerin birleşmesinin hükmü "Çağdaş uygulamalara temel bir yaklaşım" (A. İnancır, Çev.) *Bingöl Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 5, s. 299-328.
- Baştuğ, S. (2024). *Girişimcilikte alternatif finansmana erişim ve ortaklığa dayalı kitle fonlama model önerisi* (Doktora tezi). Ulusal Tez Merkezi'nden erişildi. (898490).
- Bilgiyi Ticarileştirme Merkezi (BTM). (2020, 01 16). 7 Maddede startup ve scaleup arasındaki fark nedir? <https://btm.istanbul/> <https://btm.istanbul/blog/7-maddede-startup-ve-scaleup-arasindaki-fark-nedir> adresinden erişildi
- Camp, J. J. (2002). *Venture capital due diligence: A Guide to making smart investment choices and increasing your portfolio returns*. New York: John Wiley&Sons.
- Chaplinsky, S. & Becker, J. M. (2019). Convertible notes: A Form of early-stage financing. *University of Virginia Darden Business Publishing UVA-F-1925*, 1-15. doi:10.2139/ssrn.3682592
- Conkar, M. K. (2017). Bir İslami finansman aracı olarak girişim (Risk) sermayesi finansman yöntemi: İşleyiş, finans sistemimize katkıları. *International Journal of İslamî Economics and Finance Studies*, 3(2), s. 100-124. doi:10.25272/j.2149-8407.2017.3.2.05
- Davenport, T. H., & Kirby, J. (2016). Just how smart are smart machines? *MIT Sloan Management Review*, 57(3), s. 21-25. <https://sloanreview.mit.edu/article/just-how-smart-are-smart-machines/> adresinden erişildi
- Demir, Z., & Yumuşak, İ. G. (2018). Küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin finansal problemlerinin çözümünde girişim sermayesi fonlarının önemi ve rolü: Katılım bankacılığına yeni bir model önerisi. *İslam Ekonomisi ve Finans Dergisi*, 4(2), s. 139-174.
- Demirci, S. (2021). Risk sermayesi. G. K. Gümüş, & C. Y. Kaygın (Dü), *Girişimcilik Finansmanı* içinde (s. 77-99). Ankara: Gazi Kitabevi.
- el-Halil, Ahmet b. Muhammed (2005). el-Eshüm ve's-se-nedât ve ahkâmuhâ, S.Arabistan: Dâru İbnî'l-Cevzi.
- Döndüren, H. (1992). İslam bankacılığı ve risk sermayesi. *İslamî Araştırmalar*, 6(1).
- Durmuş, A. (2022). Modern bir yatırım yöntemi olarak yatırım fonu ve fıkhi açıdan tahlili. *Uluslararası İslam Ekonomisi ve Finansı Araştırmaları Dergisi*, 3, 246-271.
- Eqvista. (2024). KISS Convertible Notes: <https://eqvista.com/kiss-convertible-notes/> adresinden alındı
- Ertürk, H. (2021). Dünya'da ve Türkiye'de girişim sermayesi: Girişim sermayesi fonlarının ülke ekonomisi içindeki paylarının ve etkinliklerinin artırılması. N. Kızılkaya, & B. B. Akartepe (Ed.) içinde, *Girişim Sermayesi İslam Ekonomisi Açısından Bir İnceleme* (s. 9-46). İstanbul: İktisat Yayınları.

- Ertürk, H., & Sayılğan, G. (2014). Girişim sermayesi fonları ve bu fonların geliştirilmesinde kamunun rolü. *İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 42(2), s. 293-318.
- Fonprime, (2023). Startup yatırımcılığı. <https://fonprime.com/blog/startup-yatirimciligi-1> adresinden erişildi
- Ghorashi, H., & Asghari, R. (2019). Minimum viable accelerator: planning, starting and improving startup accelerator programs under a lean approach. *American Journal of Management*, 19(2), s. 10-25. doi:10.33423/ajm.v19i2.2064
- Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği. (2014). (Resmî Gazete Sayı: 28870). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140102-4.htm>. adresinden erişildi.
- Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği (III-52.4)'inde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (III-52.4.c). (2024). (Resmî Gazete Sayı: 32669). <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2024/09/20240921-7.htm> adresinden alındı
- Girişim Sermayesi Yatırımlarının Mart 2024 Dönemi Verileri Yayınlandı. 10 15, 2024. TSPB (2024 Veriler). <https://tspb.org.tr/bilgi/girisim-sermayesi-yatirim-larının-mart-2024-donemi-verileri-yayinlandi/> adresinden erişildi
- Glücksman, S. (2020). Entrepreneurial experiences from venture capital funding: exploring two-sided information asymmetry. *An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 22(4), s. 331-354. doi:10.1080/13691066.2020.1827502
- Graumann, A. (2024). Navigating pro-rata rights: Essential insights for startup entrepreneurs. 11 23, 2024 tarihinde <https://visible.vc/blog/pro-rata-for-startups/> adresinden erişildi
- Gürol, Y. D., & Ener, C. A. (2022). Melek yatırımcıların ortak değerlendirme kriterleri ve girişimci ekibin yeterliliğinin melek yatırım kararları üzerindeki hâkim rolü. *Yıldız Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 6(2), s. 74-94. doi:10.14744/ysbed.2022.00020
- Habikoğlu, E. (2011). Yeni ekonomide konjonktür dalgalanmaları bağlamında schumpeterci yaklaşım ve inovasyon ilişkisi. *İstanbul Journal of Sociological Studies* (43), 289-306.
- Howarth, J. (2023, 11 3). What percentage of startups fail? <https://explodingtopics.com/blog/startup-failure-stats> adresinden alındı
- IIFA. (2025). بشأن الأسواق المالية. <https://iifa-aifi.org/1845.html> adresinden erişildi
- Index Ventures. (t.y.). Rewarding Talent: A guide to startup equity and ownership in Europe. <https://www.indexventures.com/rewardingtalent/startup-ownership>
- İbn Âbidîn, Muhammed Emin b. Ömer. (2000). Red-dü'l-Muhtâr. Dâru'l-Fikr.
- İbn Kudâme, Muvaffaku'd-Dîn Ebî Muhammed Abdullah b. Muhammad. (1972). el-Muğnî (C. 14). Beyrut: Dâru'l-Kitâbi'l-Arabî.
- Jordan, J. F., & Smith, D. S. (2019). Founding and funding a life sciences company: an overview. *Journal of Commercial Biotechnology*, 24(4), 57-61. doi:10.5912/jcb916
- Kallek, C. (2020). Mudarebe. Diyanet İslam Ansiklopesi.
- Kâsânî, Ebu Bekir b. Mes'ud. (2003). Bedâ'î'u's-sanâ'î fî tertîbî's-şerâ'î, Beyrut:Dâru'l-kütübî'l-İlmiyye, c. 8.
- Kildokum, H. (2012). Girişim sermayesinin Türkiye serüveni - bir modele yönelik fırsat arayışı. *Balkan Sosyal Bilimler Dergisi*, 1(1).
- Kowalevski, M. (2022). Most Favored Nation (MFN) Clause in Startup Investing: What it is and how it works. 12 23, 2024 tarihinde <https://capbase.com/most-favored-nation-mfn-clause-in-startup-investing-what-it-is-and-how-it-works/> adresinden erişildi
- KPMG Venture Pulse Q3 2024 Report. (2024). <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2024/10/venture-pulse-q3-2024.pdf> adresinden erişildi
- Kuluç, A. (2021). *Girişim sermayesi ve İslam hukuku açısından tahlili* (Yayımlanmamış yüksek lisans tezi). İstanbul Üniversitesi.
- Kumaş, M. S. (2006). Bir finansman yöntemi olarak iş ortaklığı uygulaması "Mudârabe-commenda karşılaştırması". *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 15(1), 369-383.
- Kumaş, M. S. (2007). Faizsiz bir finans yöntemi olarak

- venture capital sistemi ve İslam bankacılığı ile mukayesesi. *Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi*, 16(1), 279-298.
- Mâverdî, Ebu'l-Hasan Ali b. Muhammed b. Habib. (1989). el-Mudârabe (A. Havas, Tahkik ve inceleme). Mansûra: Dâru'l-Vefâ.
- Medium. (2023). Bir yatırım ve finansman aracı olarak: Convertible notes ve SAFE. 11 6, 2024 tarihinde <https://medium.com/igniters-tech-law/bi%CC%87r-yatirim-ve-fi%CC%87nansman-araci-olarak-convertible-notes-ve-SAFE-232631b626b3> adresinden erişildi
- MontagueLaw. (2024). The importance of the most favored nation clause in SAFEs and convertible notes favored nation clause in SAFEs and convertible notes. 11 23, 2024 tarihinde <https://montague.law/blog/most-favored-nation-clause/#:~:text=The%20Most%20Favored%20Nation%20clause%20ensures%20early%20investors%20in%20startups,-dilution%20in%20subsequent%20funding%20rounds> adresinden erişildi
- OECD. (2011). *Financing high-growth firms: The role of angel investors*. OECD Publishing. doi:10.1787/9789264118782-en
- Pekdemir, Ş. (2016) *İslam hukukunda sözleşmelerde cezai şart*, İstanbul: Ensar Yay.
- Samar, M. (2018). İslam borçlar hukukunda akitlere etkisi bakımından takyîdî şartlar. *Marife*, 18(2), s. 501-526.
- es-Serahsî, Muhammed b. Ahmed b. Ebî Sehl. (1978). el-Mebcut (C. 30). Beyrut: Daru'l-Ma'rife.
- Sistem Global. (2024). Girişim Sermayesi Yatırım Fonuna İlişkin Esaslar Tebliği'nde Değişiklik Yapıldı. <https://www.sistemglobal.com.tr/bultenler/sermaye-piyasalari-ve-surdurulebilirlik/girisim-sermayesi-yatirim-fonlarına-iliskin-esaslar-tebliginde-degisiklik-yapildi/> adresinden erişildi
- SPK. (2024). Tanıtım Rehberi. www.spk.gov.tr: <https://spk.gov.tr/kurumlar/>
- [fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi](http://www.spk.gov.tr/fonlar/yatirim-fonlari/girisim-sermayesi-yatirim-fonlari/tanitim-rehberi) adresinden erişildi
- SPK Aylık Bülten. (2024). 2024 Yılı İstatistik Bültenleri. <https://spk.gov.tr/istatistikler/>
- aylik-istatistik-bultenleri/2024-yili-istatistik-bultenleri-adresinden erişildi
- Startup Borsa. (2021). Girişimler için 'Due Diligence' (Durum Tespit Çalışması). 10 28, 2024 tarihinde <https://startupborsa.com/girisimler-icin-due-diligence-durum-tespit-calismasi/?> adresinden erişildi
- Startup Hukuku. (2022). Hisseye dönüştürülebilir borç sözleşmeleri ve avantajları. 11 6, 2024 tarihinde https://startup hukuku.com/hisseye-donusturulebilir-borc-sozlesmeleri-ve-avantajlari_22/ adresinden erişildi
- Startup Hukuku. (2022). Melek yatırımcıların SAFE ile yatırım yapmalarının riskleri. 11 10, 2024 tarihinde <https://startup hukuku.com/melek-yatirimcilarin-SAFE-ile-yatirim-yapmalarinin-riskleri/> adresinden erişildi
- Startups.Watch. (2024). Turkish Startup Ecosystem 2024 Q3 Report. 10 22, 24 tarihinde https://startups-watch-production.s3-eu-central-1.amazonaws.com/uploads/documents/18790/_2024-Q3_Report_v1.01.pdf?X-Amz-Expires=3600&X-Amz-Date=20241021T202454Z&X-Amz-Algorithm=AWS4-HMAC-SHA256&X-Amz-Credential=AKIAIJVM3YYR2ZQJJSQ/20241021/eu-central-1/s adresinden erişildi
- Sultan, Yousuf (2025). <https://www.linkedin.com/pulse/SAFE-convertible-notes-shariah-compliant-you-suf-sultan-csaa-cife->
- Wallmeroth, J., Wirtz, P., & Groh, A. P. (2018). Venture capital, angel financing, and crowdfunding of entrepreneurial ventures: a literature review. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 14(1), s. 1-129. doi:10.1561/03000000066
- Y Combinator. (2024). SAFE Financing Documents: <https://www.ycombinator.com/documents> adresinden erişildi
- Yanık, S. D. (2021). Girişim şirketlerinin sermaye ihtiyaçlarını karşılamak için kullandıkları fon mekanizmaları. *T.C. Maltepe Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi* (2), 339-372.
- Yıldızlı, F. (2021). Juris Avukatlık Ortaklığı. 11 03, 2024 tarihinde <https://l24.im/Q9so> adresinden erişildi

Girişim Sermayesi Yatırım Fonları, yenilikçi fikirlerin hayata geçirilmesini sağlayan dinamik bir ekosistem olarak yatırımcılarla girişimcileri aynı zeminde buluşturmakta ve bu yönüyle insanlık için değer üreten önemli bir mekanizma sunmaktadır. Bu ekosistemi İslami finans açısından daha anlamlı kılan, büyük ölçüde kâr-zarar paylaşımı anlayışına dayanıyor olmasıdır. Nitekim, Müslümanların finansman yöntemi olarak asırlarca uyguladıkları kâr-zarar ortaklığına dayalı ortaklık anlayışı, modern iktisadi hayata uyarlanarak günümüz insanına yeni bir perspektif sunmaktadır.

Bu analiz raporu, Girişim Sermayesi Yatırım Fonları uygulamalarının mevcut yapısını ortaya koymakta ve İslami finans ilkeleri açısından kapsamlı bir değerlendirme sunmaktadır. GSYF'nin hangi yönleriyle İslami finans ilkelerine uyumlu olduğu, hangi yönlerinin ise sorgulanması gerektiği raporda ayrıntılı şekilde ele alınmaktadır. Rapor, İslami hassasiyetleri gözetten bir GSYF modelinin temel unsurlarına dair öneriler sunarak İslam iktisadı ile modern yatırım araçları arasında yapıcı bir köprü kurmayı amaçlamaktadır.

İLKE
ilim kültür eğitim vakfı

ikam
İSLAM İKTİSADI ARAşTIRMA MERKEZİ

Adres: Aziz Mahmut Hüdayi Mah. Türbe Kapısı Sk. No: 13 Üsküdar/ İstanbul

+90 216 532 63 70

bilgi@ikam.org.tr

ilke.org.tr/todam