

**Galatasaray Üniversitesi  
Hukuk Fakültesi Dergisi  
2020/2**



## İçindekiler

### KAMU HUKUKU

<b>Prof. Dr. Rıdvan AKIN</b> .....	<b>559</b>
GEÇMİŞTEN GÜNÜMÜZE DİYANET İŞLERİ BAŞKANLIĞI'NIN TARİHİ İŞLEVİ <i>HISTORY AND FUNCTION OF THE PRESIDENCY OF RELIGIOUS AFFAIRS</i>	
<b>Doç. Dr. E. Eylem AKSOY RETORNAZ</b> .....	<b>591</b>
CEZAEVİNDE DÜŞÜNCE, DİN VE VİCDAN ÖZGÜRLÜĞÜ: İNSAN HAKLARI AVRUPA MAHKEMESİNİN, “VALERIU MARIŞ/ROMANYA” KABUL EDİLEMEZLİK KARARINA İLİŞKİN BİR DEĞERLENDİRME <i>FREEDOM OF THOUGHT, CONSCIENCE AND RELIGION IN PRISON: REFLEXIONS ON THE INADMISSIBILITY DECISION “VALERIU MARIŞ V. ROMANIA” OF EUROPEAN COURT OF HUMAN RIGHTS</i>	
<b>Doç. Dr. Ceren Zeynep PİRİM</b> .....	<b>601</b>
ULUSLARARASI HUKUKTA SEBEPSİZ ZENGİNLEŞME İLKESİ <i>THE PRINCIPLE OF UNJUST ENRICHMENT IN INTERNATIONAL LAW</i>	
<b>Dr. Öğr. Üyesi Özge ATIL KAYA</b> .....	<b>629</b>
DEVELOPMENT OF EXECUTIVE ORDERS: AMERICAN EXPERIENCE <i>BAŞKANLIK KARARNAMELERİNİN GELİŞİMİ: AMERİKA ÖRNEĞİ</i>	
<b>Av. Dr. Ayşe Özge ATALAY</b> .....	<b>653</b>
TÜRK CEZA MUHAKEMESİNDE SERİ MUHAKEME USULÜ VE MUKAYESELİ HUKUKTAKİ BENZER USULLER <i>SPEEDY PROCEDURE IN TURKISH CRIMINAL PROCEDURE AND SIMILAR PROCEDURES IN COMPARATIVE LAW</i>	
<b>Dr. Av. Özgün ÖZYÜKSEL</b> .....	<b>733</b>
HAKSIZ ARAMA SUÇU (TCK m. 120) <i>THE CRIME OF UNLAWFUL SEARCH (TPC art. 120)</i>	
<b>Arş. Gör. Murat ESMER</b> .....	<b>761</b>
AVRUPA İNSAN HAKLARI SÖZLEŞMESİ'NDE MEDYA ÖZGÜRLÜĞÜ: KAPSAMI VE SINIRLARI <i>MEDIA FREEDOM IN THE EUROPEAN CONVENTION ON HUMAN RIGHTS: ITS SCOPE AND LIMITS</i>	

<b>Arş. Gör. Abdülsamet GÜLLER</b> .....	<b>879</b>
ULUS-DEVLET VE VATANDAŞLIK TASAVVURUNUN DÖNÜŞÜMÜ BAĞLAMINDA OSMANLI-TÜRK TARİHİNDE VATANDAŞLIĞIN ANAYASAL DÜZENLENME BİÇİMLERİ <i>FORMS OF CONSTITUTIONAL REGULATION OF CITIZENSHIP IN OTTOMAN-TURKISH HISTORY IN THE CONTEXT OF THE CONCEPT OF THE TRANSFORMATION OF THE NATION-STATE AND THE CITIZENSHIP</i>	
<b>Arş. Gör. Dr. Onur KAPLAN - Arş. Gör. Güneş Karol IŞIKLAR</b> .....	<b>923</b>
İDARİ YARGILAMA HUKUKU YÖNÜNDE ÖZEL SİGORTA SÖZLEŞMELERİNDE SİGORTACININ SİGORTALIYA HALEFİYETİ MESELESİ <i>THE MATTER OF SUBROGATION OF THE INSURER TO THE INSURED UNDER PRIVATE INSURANCE CONTRACTS WITH REGARD TO ADMINISTRATIVE PROCEDURE LAW</i>	
<b>Arş. Gör. Nuray SÜMER</b> .....	<b>965</b>
DANIŞTAY GERÇEKTE 150 YAŞINDA MI? 84 Sayılı Kanun'un Geçici Maddesinin Anlam ve Kapsamı Üzerine Bir İnceleme <i>IS THE COUNCIL OF STATE A 150-YEAR-OLD INSTITUTION? The Nature of the Provisional Article of the Act No. 84</i>	
<b>Arş. Gör. Muhammed Emin YILDIZ</b> .....	<b>987</b>
KATHARSİS ADALET <i>CATHARSIS JUSTICE</i>	
<b>Av. Muhammed Fatih KAFADAR</b> .....	<b>1027</b>
ULUSLARARASI HUKUKTA DEVLETLERİN SORUMLULUĞU BAĞLAMINDA SİBER SALDIRILARIN ATFEDİLEBİLİRLİĞİ MESELESİ <i>THE ATTRIBUTABILITY OF CYBER ATTACKS IN THE CONTEXT OF STATE RESPONSIBILITY IN INTERNATIONAL LAW</i>	
<b>ÖZEL HUKUK</b>	
<b>Prof. Dr. Samim ÜNAN</b> .....	<b>1057</b>
INCOTERMS 2020 VE SİGORTA	
<b>Prof. Dr. Samim ÜNAN</b> .....	<b>1087</b>
SİGORTACININ HALEF SIFATIYLA AÇTIĞI RÜCU DAVALARINA İLİŞKİN BAZI KARARLAR	
<b>Doç. Dr. Pınar ALTINOK ORMANCI</b> .....	<b>1105</b>
AİLE KONUTUNA İLİŞKİN KORUMANIN EVLİLİĞİN ÖLÜMLE SONA ERMESİNDEN SONRAKİ ETKİLERİ <i>PROTECTION PROVIDED FOR THE FAMILY HOME AND ITS EFFECTS AFTER THE TERMINATION OF THE MARRIAGE BY DEATH</i>	

<b>Doç. Dr. Serap AMASYA</b> .....	1125
DENİZYOLUYLA YAPILAN EŞYA TAŞIMALARINDA FİİLİ TAŞIYAN KAVRAMI <i>THE CONCEPT OF ACTUAL CARRIER IN CARRIAGE OF GOODS BY SEA</i>	
<b>Doç. Dr. Serap AMASYA</b> .....	1153
SOME TURKISH LAW ISSUES REGARDING THE GOVERNING LAW FOR THE INSURANCE CONTRACTS INCLUDING ELEMENT OF FOREIGNNESS <i>TÜRK HUKUKUNDA YABANCILIK UNSURU İÇEREN SİGORTA SÖZLEŞMELERİNE UYGULANACAK HUKUKA İLİŞKİN BAZI MESELELER</i>	
<b>Doç. Dr. Nur BOLAYIR</b> .....	1175
FRANSIZ HUKUKU'NDAKİ DÜZENLEMELER İŞİĞİNDE SES VE GÖRÜNTÜ NAKLEDİLMESİ YOLUYLA DURUŞMALARIN İCRASI <i>CONDUCT OF TRIALS VIA DIGITAL TECHNOLOGY IN LIGHT OF PROVISIONS IN FRENCH LAW</i>	
<b>Doç. Dr. Arif Barış ÖZBİLEN</b> .....	1205
REHİN KONUSU TAŞINMAZIN DEĞER KAYBINA UĞRAMASI KARŞISINDA REHİNLİ ALACAKLININ HAKLARI <i>RIGHTS OF THE CREDITOR AGAINST DEPRECIATION IN THE MORTGAGED PROPERTY VALUE</i>	
<b>Doç. Dr. Ahmet TÜRKMEN</b> .....	1239
DİJİTAL VASİYETNAME VE VASİYETLERİN ŞEKLE UYGUNLUĞUNUN TÜRK POZİTİF HUKUKU BAKIMINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ <i>AN ANALYSIS OF ELECTRONIC (WRITTEN) AND VIDEO-AUDIO WILLS' COMPLIANCE IN THE MEANS OF FORMALITY UNDER TURKISH CURRENT LAW</i>	
<b>Dr. Öğr. Üyesi Murat Can PEHLİVANOĞLU</b> .....	1321
PAYA (ORTAKLIĞA) DAYALI KİTLE FONLAMASI VE LİMİTED ŞİRKETLER <i>SHARE BASED (EQUITY) CROWDFUNDING AND LIMITED LIABILITY COMPANIES</i>	
<b>Dr. iur. Bülent SÖZER</b> .....	1345
SELF-STEERING SHIPS	
<b>Dr. Öğr. Üyesi Müge ÜREM</b> .....	1381
SÖZLEŞMEYE AYKIRILIK HALİNDE TBK M. 58/1 HÜKMÜNCE TÜZEL KİŞİ LEHİNE HÜKMEDİLECEK MANEVİ TAZMİNAT BORCUNUN DOĞUMU İÇİN ARANAN ŞARTLAR <i>CONDITIONS OF APPLICABILITY OF NON-PENUICIARY DAMAGES FOR JUDICIAL PERSONS IN CASE OF CONTRACTUAL NON-COMPLIANCE</i>	

- Dr. Onur Can SAATCIOĞLU** .....1437  
YABANCILIK UNSURU TAŞIYAN REKABET YASAĞI SÖZLEŞMELERİNE  
UYGULANACAK HUKUKUN TESPİTİ VE “KARŞI EDİM” BAKIMINDAN  
EMREDİCİ HÜKÜMLERİN SINIRLAYICI ETKİSİ  
*CHOICE OF LAW IN CROSS-BORDER NON-COMPETE AGREEMENTS AND THE  
RESTRICTING EFFECT OF MANDATORY PROVISIONS WITH RELATION TO  
“CONSIDERATION”*
- Dr. Hasan Kadir YILMAZTEKİN** .....1513  
TÜRK FİKRÎ HAKLAR HUKUKU YAPAY ZEKÂ TARAFINDAN  
MEYDANA GETİRİLEN ESERLERİ KORUMAK İÇİN HAZIR MI?  
*IS TURKISH COPYRIGHT LAW READY TO PROTECT WORKS GENERATED BY  
ARTIFICIAL INTELLIGENCE?*
- Arş. Gör. Abdurrahman KAYIKLIK**.....1587  
KAMU TÜZEL KİŞİLERİNİN ANONİM ŞİRKET YÖNETİM KURULUNDA TEMSİLİ  
(TK m. 334)  
*REPRESENTATION OF PUBLIC LEGAL ENTITIES ON CORPORATE BOARDS  
(TCC art. 334)*
- Arş. Gör. Kübra YILDIZ**.....1621  
EDİNİLMİŞ MALLARA KATILMA REJİMİ ÇERÇEVESİNDE ANONİM ORTAKLIK  
PAYINA DAİR BAZI HUSUSLAR  
*SOME ISSUES REGARDING THE SHARE OF JOINT STOCK COMPANY IN THE  
FRAMEWORK OF THE REGIME OF PARTICIPATION IN ACQUIRED PROPERTY*
- Ayça Büşra BALCIOĞLU** .....1657  
PURPOSIVE INTERPRETATION  
In the Footsteps of Aharon Barak  
*AMAÇSAL YORUM  
Aharon Barak’ın İzinde*

## PAYA (ORTAKLIĞA) DAYALI KİTLE FONLAMASI VE LİMİTED ŞİRKETLER<sup>(\*)</sup>

Dr. Öğr. Üyesi Murat Can PEHLİVANOĞLU<sup>(\*\*)</sup>

**Öz:** Kitle fonlamasına dair yürürlüğe konan Türk sermaye piyasası hukukuna ait ilk ikincil düzenlemeyi Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği oluşturmaktadır. Bununla beraber, anılan tebliğ sisteminde girişimcilerin anonim şirket türünü tercih etmeleri yasal bir zorunluluk durumundadır. Oysa girişimciler ile yatırımcıların menfaatinin dengelenmesi için girişim şirketinin anonim şirket şeklinde kurulması gerekli değildir. Limited şirketlerin hukuki yapısı kitle fonlamasından dışlanmasını gerektirmemektedir. Girişimcilerin limited şirket türünü bir girişim şirketi olarak kullanarak şirket sermayesine fon toplamasının engellenmesi uygun bir hukuk politikası olarak değerlendirilemeyecektir. Üstelik bu şirket türünün tercih edilebilirliğinin hukuki değil iktisadi bir konu olarak görülmesi sermaye piyasasının gelişimini destekleyen liberal bir anlayış olacaktır. Kitle fonlamasının bir türü olan “paya dayalı kitle fonlaması” anlayışının “ortaklığa (sermayeye) dayalı kitle fonlaması” olarak değiştirilerek sisteme limited şirketlerin de dâhil edilmesi önem taşımaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Limited Şirket, Paya Dayalı Kitle Fonlaması, Pay, Esas Sermaye Payı, Yatırımcının Korunması.

## SHARE BASED (EQUITY) CROWDFUNDING AND LIMITED LIABILITY COMPANIES

**Abstract:** The recently published Communiqué on Share Based Crowdfunding represents the first secondary legislation regarding crowdfunding in the Turkish capital market law. Unfortunately, fundraisers have to establish stock corporations in order to collect funds under the system outlined by the Communiqué. However, establishing the

---

<sup>(\*)</sup> Makale Gönderim Tarihi: 11.02.2020. Makale Kabul Tarihi: 12.11.2020.

<sup>(\*\*)</sup> İstanbul Kent Üniversitesi (ORCID kimlik no: 0000-0001-7326-1859; [can.pehlivanoglu@kent.edu.tr](mailto:can.pehlivanoglu@kent.edu.tr)).

startup company in the form of a stock corporation is not necessary to balance the competing interests of the investors and fundraisers. Legal nature of limited liability companies has nothing to exclude limited liability companies from the scope of crowdfunding. Such regulatory policy may not be deemed appropriate. The choice of startup company type should be seen as an economic rather than legal issue, as this is the necessary liberal view supporting the development of the capital market. Accordingly, limited liability companies should be taken into the system of crowdfunding under the Communiqué by changing the “share based crowdfunding” regulatory approach to an “equity based crowdfunding”.

**Keywords:** Limited Liability Company, Equity Crowdfunding, Shares, Membership Units, Investor Protection.

## I. GİRİŞ

Türk hukukunda herkesin dilediği alanda ve dilediği işletme türünde faaliyet yapabilmesi özgürlüğü, bazı istisnai hallerde özel hükümlerle sınırlanmış durumdadır<sup>1</sup>. Paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplanması da bu istisnai hallerden bir tanesidir. III- 35/A.1 sayılı Paya Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği (Tebliğ) m. 4(1)(e) uyarınca “girişim şirketi” kavramı, “Türkiye’de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı bulunan anonim ortaklıkları” ifade etmektedir. Nitekim Tebliğ düzenleme alanı açısından önem arz eden “pay” kavramı da Tebliğ m. 4(1)(p) hükmüyle “Girişim şirketinin sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymet” olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla, Türk hukukunda yürürlükteki mevzuat açısından paya dayalı kitle fonlaması yoluyla fon toplamak isteyenlerin “anonim şirket” haricinde bir türde şirket kurması imkânı bulunmamaktadır.

Sermaye piyasası hukukunun asıl rol yüklediği şirket türü anonim şirket olmakla beraber<sup>2</sup>, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPK) kitle fonlaması yöntemiyle fon toplanmasında sadece anonim şirket türünün kullanılması yönünde bir sınırlama getirmiş değildir. Bilakis, 7222 sayılı Kanun ile SPK m. 35/A(1)’ya işlenen ek cümleler, haklarında herhangi bir özel tanım getirilmemiş olan “ortaklığa dayalı” ve “borçlanmaya dayalı” kavramları üzerinden iki tür kitle fonlamasından söz etmektedir. Dolayısıyla Tebliğ de

<sup>1</sup> KENDİGELEN Abuzer, “Diğer Ticaret Şirketlerini (Kollektif, Komandit ve Limited Şirketleri) Anonim Şirkete Dönüştürmeye Yönelten Nedenler”, **Makalelerim Cilt I**, Oniki Levha, İstanbul, 2018, s. 5.

<sup>2</sup> MEMİŞ Tekin / TURAN Gökçen, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 4. Baskı, Seçkin, Ankara, 2019, s. 32.

bir kitle fonlaması türü olarak paya değil sermayeye (ortaklığa) dayalı kitle fonlamasını düzenlemek amacıyla getirilmiş olmalıdır<sup>3</sup>. Hiç kuşkusuz Tebliğ üzerinden somutlaşan hukuk politikası tercihi yatırımcıları koruma gayesi kadar anonim şirket sermaye piyasası araçlarının özelliklerinden de ileri gelmektedir<sup>4</sup>. Ancak kitle fonlaması yoluyla fon toplamak isteyenlerin anonim şirket türünde faaliyet göstermesine dair kural kitle fonlamasının işlevini gerçekleştirmesinin önünde önemli bir engel teşkil etmektedir<sup>5</sup>. Bu nedenle anılan hukuk politikası tercihinin gözden geçirilmesi elzemdir.

Girişim şirketlerinin türünün yatırımcıların korunması kadar sermaye piyasasının gelişimi açısından da önemi bulunmaktadır. Girişim şirketlerinin sadece anonim şirket türünde olabilecekleri düzenlemesinin limited şirketleri de içerir şekilde değiştirilmesi sermaye piyasası hukukunun amacını yerine getirmesi açısından değer taşımaktadır. Bu çalışmada, paya dayalı kitle fonlamasından faydalanacak girişim şirketlerinin limited şirket türünde bir ticaret şirketi şeklinde kurulabilmeleri değerlendirilmekte, paya dayalı kitle fonlamasının sadece anonim şirket şeklindeki girişim şirketlerine özgülenmesinin uygun olmadığı ortaya konulmaktadır<sup>6</sup>. Çalışmanın Türk kitle fonlaması hukuku uygulamasına katkı sağlaması öngörülmektedir<sup>7</sup>.

---

<sup>3</sup> Örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nde kitle fonlamasına yönelik mevzuatın genel olarak sermaye piyasası araçlarının tamamını kapsar şekilde uygulandığı görülmektedir (BRADFORD Steven, "Crowdfunding and the Federal Securities Laws", *Columbia Business Law Review* (2012), ss. 1- 150, s. 6).

<sup>4</sup> Sermaye piyasası düzenlemelerinin başlatıldığı günlerde çok ortaklı şirket kavramının tartışıldığı, bu üst kavrama en uygun şirketin de anonim şirket türü olarak görüldüğü yönünde bkz. AYTAÇ Zühtü, "Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler", *Ankara Üniversitesi SBF Dergisi* Yıl: 1985 Sayı: 40(1), ss. 229-253, s. 232.

<sup>5</sup> Bkz. MATTHEW Anne, "Crowd- Sourced Equity Funding: The Regulatory Challenges of Innovative Fintech and Fundraising", *University of Queensland Law Journal Vol. 36(1) Year: 2017*, ss. 42- 71, s. 59.

<sup>6</sup> Nitekim Avrupa Birliği Hukukunda da kitle fonlamasına ilişkin 08.03.2018 tarihli Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (Regulation Crowdfunding) (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>, E.T.: 11/02/2020), kitle fonlaması suretiyle fon toplayacakların tercih edebileceği şirket türlerini sınırlayan bir hüküm içermemektedir.

<sup>7</sup> T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı On Birinci Kalkınma Planı kapsamında girişimciliğin geliştirilmesi amacıyla bürokratik ve hukuki öngörülebilirliğin artırılması ve mevzuatın sadeleştirilmesi hedefleri yer almaktadır. Çalışma, konusu itibarıyla Kalkınma Planı hedefleri çerçevesinde incelenmesi gereken bir hususa işaret etmektedir.

## II. LİMİTED ŞİRKETLER VE SERMAYE PİYASASI HUKUKU

Türk hukukundaki haliyle limited şirketler, bir ortaklık tipi olarak tarihsel süreçte kendiliğinden gelişmemiş ve ekonomik ihtiyaçları karşılamak üzere Alman hukukunda ortaya çıkmıştır<sup>8</sup>. 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu (TTK) m. 124 uyarınca limited şirketler, “ticaret şirketleri” kavramı altında “sermaye şirketleri” kapsamında sınıflandırılmaktadır. TTK m. 573(1)’e göre “limited şirket, bir veya daha çok gerçek veya tüzel kişi tarafından bir ticaret unvanı altında kurulur; esas sermayesi belirli olup, bu sermaye esas sermaye paylarının toplamından oluşur”. Limited şirketlerde, ortaklar açısından ayrılık ilkesi (TTK m. 602) ve sınırlı sorumluluk ilkesi geçerli olduğu gibi (TTK m. 573(2))<sup>9</sup>, limited şirket borç ve yükümlülükleri dolayısıyla sadece malvarlığıyla sorumludur (TTK m. 602).

Kıta Avrupası hukukundaki haliyle limited şirketler sermaye piyasasına kapalı yapılar olarak, sınırlı sorumluluk ilkesinden yararlanırken basit bir kurumsal yönetim yapısını arzulayan ve halktan para toplamak niyetinde olmayan orta ve büyük ölçekli işletmeler için öngörülmüşlerdir<sup>10</sup>. Bununla beraber, Kıta Avrupası’nda limited şirketlere dair yaklaşımın değişim içerisinde olduğu gözlemlenmektedir<sup>11</sup>. Benzer durum Anglo- Sakson hukukunun geleneklerini haiz şirketler hukuku sistemlerinde de görülmektedir<sup>12</sup>. Nitekim Türkiye’de 2018 yılında yürürlüğe konan 7099 sayılı Kanun, yatırım ortamının iyileştirilmesi sürecinde limited şirket türüne verilen önemi ve bu şirket türüne yönelik yenilikçi yaklaşımı ortaya koymaktadır.

Limited şirketin bir sermaye şirketi olmakla beraber kişisel yönü de olduğu kabul edilmektedir<sup>13</sup>. Bu anlamda melez bir ortaklık tipini temsil etmektedir<sup>14</sup>. Öğretide ifade edildiği üzere, girilmek istenen işin kapsamının anonim şirketlerdeki kadar büyük bir sermaye ve örgütlenme ihtiyacı getir-

<sup>8</sup> İMREGÜN Oğuz, **Kara Ticareti Hukuku Dersleri**, İstanbul, Evrim 1987, s. 555.

<sup>9</sup> Sınırlı sorumluluk ilkesinin çeşitli istisnaları bulunmaktadır (bkz. Yargıtay 11. H. D. E. 2005/7770 K. 2006/7708 T. 29/06/2006). 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkındaki Kanun m. 35 amme alacağının limited şirket ortaklarından tahsiline olanak veren bir düzenleme olarak dikkat çekicidir.

<sup>10</sup> GIUDICI, Paolo/AGSTNER, Peter, Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), **ECGI Law Working Paper No. 471/2019**, August 2019, www.ecgi.global/content/working-papers (E.T.: 09/04/2020), s. 15- 17.

<sup>11</sup> GIUDICI/AGSTNER, s. 19- 22.

<sup>12</sup> Bkz. Bölüm II. 3.

<sup>13</sup> PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara, Adalet 2020, s. 746.

<sup>14</sup> ÖZ Turgut, “Limited Ortaklıkta Pay Kavramı ve Payın Devri”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası** Cilt. 52 Sayı 1-4 Yıl: 1987, ss. 345- 386, s. 346.

mediği hallerde, birbirini tanıyan ve şirket yönetimine dâhil olmak isteyen ortakların seçecekleri şirket türü çoğu zaman limited şirket olmaktadır<sup>15</sup>.

Öğretide limited şirketin niteliği gereği, esas sermaye paylarının ikinci el piyasada dolaşıma elverişli olmadığı haklı olarak vurgulanmaktadır<sup>16</sup>. Esasen bu değerlendirme limited şirketlerin sermaye piyasası hukuku kapsamında bir piyasa bileşeni<sup>17</sup> olarak yer almasının önündeki en büyük engeli teşkil etmektedir. Anılan değerlendirme öncelikle sermaye piyasası mevzuatında kullanılan hukuk tekniğine, ikinci olarak limited şirket ortaklarının sayısının elliyi aşamayacak olmasına (TTK m. 574(1)), üçüncü olarak payların devrine ilişkin sınırlamaların varlığına (TTK m. 595) ve son olarak da bağlılık yükümü ve rekabet yasağının bulunmasına (TTK m. 613) ilişkin hükümlerden kaynaklanmaktadır. Bununla beraber, aşağıda açıklandığı üzere anılan hususlar limited şirket türünün bir sermaye piyasası bileşeni olarak kabulüne ve dolayısıyla sermaye piyasası hukukunun kapsamına dahline engel teşkil etmemektedir.

### 1. “Esas Sermaye Payı” ve “Sermaye Piyasası Aracı” Kavramı

SPK sistemi incelendiğinde, kanundaki temel kavramların “sermaye piyasası aracı” kavramı ile ilişkilendirilmiş olduğu görülmektedir. Bu çerçevede, limited şirket sermayesini temsil eden esas sermaye payları SPK m. 3(1)(ş) “sermaye piyasası araçları” tanımı kapsamında sayılmamıştır<sup>18</sup>. Diğer yandan, SPK m. 2 hükmüyle halka açık olmayan anonim ortaklıkların halka arz edilmeyen pay ihraçları SPK kapsamı dışında tutulmuş, dolayısıyla anonim ortaklık payları haricinde bir pay benzeri menkul kıymetin halka arz edilmesi durumu değerlendirilmemiştir. Nitekim bu tutum VII- 128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleriyle de somutlaşmıştır. Pay Tebliği m. 4(1)(p) uyarınca “pay” kavramı “Ortaklığın sermayesini temsil eden ve sahibine ortaklık hakkı veren menkul kıymeti” ifade etmektedir. Bu doğrultuda, Pay Tebliği m. 4(1)(o) uyarınca “ortaklık” ifadesinden kastın “anonim ortaklık” olduğu

<sup>15</sup> BAŞTUĞ İrfan, *Şirketler Hukukunun Temel İlkeleri*, İzmir, İstiklal 1974, s. 163.

<sup>16</sup> MANAVGAT, s. 783.

<sup>17</sup> SPK sisteminde halka açık hale gelen bir anonim şirketin artık bir anonim şirket olmanın yanında bir piyasa bileşeni olarak da kabul görmesi gerektiği benimsendiğinden (SPK Genel Gerekeçe, s. 12), limited şirketlerin sermaye piyasası hukuku kapsamına alınması halinde bu şirket tipinin de bir piyasa bileşeni olarak değerlendirilmesi gerekecektir.

<sup>18</sup> YANLI Veliye, “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramı”, *BATIDER* 2016 C. XXII Sa. 3, ss. 5-35, s. 30.

görülmektedir. Anılan düzenlemelerden<sup>19</sup>, ilk bakışta SPK sisteminde “pay” ve benzeri sermaye piyasası araçlarını halk arz edebilecek tek şirket türünün anonim şirket olduğu anlaşılmaktadır<sup>20</sup>.

TTK içeriğinde limited şirketlerde ortaklık hakkının şirket sermayesinin temsil eden “esas sermaye payı” kavramıyla karşılandığı görülmektedir (TTK m. 573 ve 583). Diğer yandan, TTK anonim şirketler açısından aynı hususu “pay” kavramıyla karşılamayı tercih etmiştir (TTK m. 329). Bununla beraber, terminolojik farklılığının “pay” ile “esas sermaye payı” kavramlarının iktisadi işlevleri itibariyle ayrışmasını gerektirmediği açıktır. Her ne kadar anonim şirkette sermaye paylara bölünmüş olduğu halde limited şirkette esas sermaye payı hesabi bir bölünmeyi ifade etmekte olsa da<sup>21</sup> bu durum limited şirket esas sermaye payının hukuki işlevini de değiştirmemektedir. Neticede iki kavram da gerek iktisadi gerekse hukuki olarak şirket sermayesinin temsilini işaret etmekte ve bu temsil üzerinden sahibine haklar sağlamaktadır<sup>22</sup>.

Limited şirket esas sermaye payının SPK nezdinde bir “pay” olarak kabul edilmesini yasaklayan bir hüküm kanunda bulunmamaktadır<sup>23</sup>. Ayrıca ikincil düzenlemelerin bir kısmında limited şirket esas sermaye payının “pay” kavramı kapsamına alınmaması bunların başka hükümler dairesinde SPK sisteminde yer almalarına da engel teşkil etmemektedir. Buna göre, örneğin, esas sermaye paylarının SPK m. 3(1)(ş) uyarınca “yatırım sözleşmesi” altında değerlendirilmesi olanaklıdır<sup>24</sup>. Neticede “yatırım sözleşmesi” kavramı değişen koşullara göre yorumlanmaya elverişlidir<sup>25</sup>.

<sup>19</sup> SPK sistemini yayımladığı Pay Tebliği ile bu yönde değerlendirilen sadece Sermaye Piyasası Kurulu değildir. T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı da TTK üzerinden yaptığı değerlendirme neticesinde limited şirket esas sermaye payının bir menkul kıymet olmadığı sonucuna varmıştır (T.C. Gelir İdaresi Başkanlığı İstanbul Vergi Dairesi Başkanlığı Özelgesi Sayı: 62030549-120(Mük. 80-2012/954)-906 Tarih: 14/04/2014).

<sup>20</sup> MANAVGAT Çağlar, “Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması”, **Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan**, Oniki Levha, İstanbul 2019, ss. 765- 786, s. 784.

<sup>21</sup> PULAŞLI Hasan, **Yeni Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara, Adalet, 2012, s. 992.

<sup>22</sup> Bkz. Bölüm III.A.

<sup>23</sup> Mülga SPK döneminde limited şirketlerin çıkardığı pay senetlerinin kıymetli evrak sayıldığı, esas sermaye payının gerçek anlamda bir pay olmadığı kabul olunmaktaydı (TUNCER Selahattin, **Türkiye’de Sermaye Piyasası**, İstanbul, Okan, 1985, s. 206).

<sup>24</sup> Bkz. YANLI, s. 30. Yatırım sözleşmelerinden kitle fonlamasında faydalanılabileceği yönünde bkz. MANAVGAT, s. 783.

<sup>25</sup> ADIGÜZEL Burak, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi** Cilt 3 Sayı: 1 Yıl: 2017, ss. 1- 8, s. 6.

## 2. Esas Sermaye Payının Serbestçe Devri

Limited şirketlerde esas sermaye payının iradi devri mümkün olup, sermaye payının devri ancak şirket sözleşmesiyle yasaklanabilmektedir (TTK m. 595(4)). Üstelik TTK m. 595(2) uyarınca şirket sözleşmesinde düzenlenmesi halinde payın devri için şirket genel kurulunun onayı dahi aranmayabilecektir<sup>26</sup>. Bu anlamda limited şirketlerde serbest devir ilkesinin uygulanması mümkündür<sup>27</sup>. Diğer yandan, TTK m. 595(1) dairesinde esas sermaye payının devri ve devir borcunu doğuran işlemler yazılı şekilde yapılır ve tarafların imzaları noterce onaylanır.

Esas sermaye payının devri olanağının mevcudiyeti, sermaye piyasası hukuku kapsamında limited şirketlere yatırım yapılmasının yolunu açmakla beraber, devir işleminde TTK m. 595(1) dairesinde imzaların noter onayına tabi tutulması üzerine düşünülmesi gereken bir konudur. Zira öğretilerde noter onayının bir ispat şartı mı yoksa geçerlilik şartı mı olduğu tartışmalıdır<sup>28</sup>. İmzaların noter tarafından onaylanması bir ispat şartı değil de geçerlilik şartı olarak değerlendirilir ise SPK sisteminin payların kayden takibi ilkesinin limited şirketlerdeki devirlere doğrudan uygulanması (SPK m. 13) bir kanun değişikliği gerçekleştirilmeden mümkün olmayacaktır<sup>29</sup>. Buna karşın, TTK m. 598 uyarınca esas sermaye payının devrinin ticaret siciline tesciline ilişkin hüküm devir açısından açıklayıcı kabul olunduğundan<sup>30</sup>, anılan SPK sisteminin uygulanmasına engel değildir.

TTK öncesi dönemde pay devri sıkı koşullara bağlandığından payın kıymetli evraka bağlanması yasak görülmeyle birlikte, kanunun amacının payın bir hisse senedi gibi tedavülüne engel olmak olduğu, bu nedenle esasen nama yazılı senet çıkarılmasına engel bir hal bulunmadığı ifade edilmek-

---

<sup>26</sup> Devir serbestliğine yönelik olarak kuruluştan sonradan getirilecek bir şirket sözleşmesi düzenlenmesi ise TTK m. 621 uyarınca önemli kararlardan sayılan ağırlaştırılmış nisaba tabi işlemlerden olacaktır.

<sup>27</sup> PULAŞLI, s. 749.

<sup>28</sup> KOŞUT Hanife Doğrusöz, “Limited Şirkette Nama Yazılı Senede Bağlanmış Esas Sermaye Payının Devir Şartları”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 22 Sayı: 1 Yıl: 2016, ss. 365- 383, s. 373- 375.

<sup>29</sup> Sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesi için gerekli şartlardan biri kaydileştirilecek aracın türünün nitelik olarak buna uygun olması, diğeri ise kaydileştirme için hukuki dayanak bulunmasıdır (ÜNAL Kürşat, “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi”, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi, Cilt 5 Sayı: 2 Yıl 2001, ss. 225- 270, s. 244).

<sup>30</sup> KOŞUT, s. 383.

teydi<sup>31</sup>. Buna karşın TTK m. 593(2) uyarınca limited şirket esas sermaye payına dair senet çıkartılması mümkündür. Yine de TTK sistemi açısından limited şirketlerde pay senetlerinin ispat vasıtası niteliğinde olduğu, dolayısıyla esas sermaye payını anonim şirket payına dönüştürmeyeceği kabul görmektedir<sup>32</sup>. Ancak bu durumun esas sermaye payının serbestçe devri imkânını ortadan kaldırmadığı ortadadır.

### 3. Limited Şirketlerde Azami Ortak Sayısı Kuralı

Limited şirketlerde azami ortak sayısının elli olarak öngörülmesine dair hükmün kamu düzenini ilgilendirdiği kabul edilmektedir<sup>33</sup>. Dolayısıyla, elli ortak sınırının aşılmamasına hem müdürler hem de genel kurul dikkat etmeli ve sınırı aşan tescillere onay verilmemelidir<sup>34</sup>. Öğretide, sınırı aşan tescillere onay verilmiş olsa dahi elliyi aşan pay devirlerinin geçerli olmayacağı ifade edilmektedir<sup>35</sup>. Bu halde devrin geçersizliği yerine fesih davası çözümünün kabulü ileri sürülmekte ise de<sup>36</sup> TTK m. 579(1) uyarınca emredici hükümler ilkesinin bu çözümü mümkün kılmadığı değerlendirilmektedir<sup>37</sup>. Bu konuda yürürlükteki Tebliğ sistemi ile TTK uyumu hususu aşağıda ayrıca açıklanmıştır<sup>38</sup>.

Esasen limited şirketlerin azami ortak sayısına yönelik sınırlama teoriiyi değil uygulamayı ilgilendiren, bir başka deyişle, bu şirket türünün sermaye piyasası oyuncuları tarafından iktisadi olarak tercih edilebilirliğini ilgilendiren bir sorundur. Neticede limited şirketlerin azami ortak sayısının aşılması halinde tür değişikliğine başvurma yolu da açıktır<sup>39</sup>. Bu konuda Tebliğ'in "girişim şirketi" kavramına yer verilen bir başka ikincil düzenleme olan III.48-3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği yol göstericidir. Anılan tebliğin 21(2). maddesiyle limited şirketlere

<sup>31</sup> ÖZ, s. 353.

<sup>32</sup> Yargıtay 12. H. D. E. 2016/30527 K. 2016/23256 T. 29/11/2016.

<sup>33</sup> BAŞTUĞ, s. 168.

<sup>34</sup> Bkz. TTK m. 574 gerekçesi.

<sup>35</sup> PULAŞLI, s. 718.

<sup>36</sup> DEMİRKAPI Ertan, Limited Ortaklık Payının Devri (Doktora Tezi), **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İzmir 2008, s. 475.

<sup>37</sup> PULAŞLI, s. 718.

<sup>38</sup> Bkz. Bölüm III.4.

<sup>39</sup> ÇEKER Mustafa, "Limited Şirketlerde Ortak Sayısının Sınırlandırılması", **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi** Yıl: 2015 Cilt 1 Sayı 1, ss. 57- 64, s. 62.

yatırım yapılmasına olanak tanınmakla beraber bu şirketlerin bir yıl içinde anonim şirkete dönmesi zorunluluğu getirilmiş, bu sayede yatırımların hukuki değil iktisadi elverişlilik dairesinde gerçekleştirilmesine olanak sağlanmıştır. Aynı yaklaşımın diğer sermaye piyasası faaliyetleri açısından da uygulanması, yani gerekirse bu şirketlerin daha sonra tür değişikliği gerçekleştirilmesinin bir tebliğ hükmü ile zorunlu kılınması pekâlâ mümkündür.

Azami ortak sayısına yönelik olarak ele alınabilecek bir başka yaklaşım ise belirli sermaye piyasası faaliyetleri yönünden (örneğin, kitle fonlaması) ortak sayısı hesaplamasında kanuni bir istisna tanınmasıdır. Örneğin Avustralya hukukunda başlangıçta paya dayalı kitle fonlaması suretiyle fon toplayabilecek şirket türü olarak herhangi bir azami ortak sayısı sınırı öngörülmemiş “public company” türü seçilmiş iken, daha sonra azami ortak sayısı sınırı elli olan “proprietary company” şirket türü de bu kapsama alınmıştır. Anılan şirkete paya dayalı kitle fonlaması suretiyle yatırım yapan ortakların azami ortak sayısını hesabında dikkate alınmaması yönünde bir kanuni istisna yürürlüğe konmuştur<sup>40</sup>. Benzer doğrultuda, bir hukuk politikası tercihi olarak Anayasa m. 48(2) hükmünün yönlendirmesiyle, teşebbüslerin sosyal amaçlara uygun yürümesini sağlayacak tedbirlerden biri olarak limited şirketlerde bazı sermaye piyasası faaliyetleri açısından yatırımcı ortaklarının azami ortak sayısının hesabında dikkate alınmaması yönünde bir istisna tanınması olanaklıdır.

#### 4. Ortakların Bağlılık Yükümü ve Rekabet Yasağı

TTK m. 126 uyarınca ticaret şirketlerine mahiyetlerine uygun düştüğü ölçüde adi şirketlere ilişkin hükümlerin uygulanması olanaklı olduğundan, 6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu m. 620 üzerinden ortakların şirkete karşı bağlılık yükümü ve rekabet yasağının tüm ticaret şirketleri için varlığının kabulü imkân dâhilindedir<sup>41</sup>. Benzer şekilde, 4721 sayılı Türk Medeni Kanunu m. 2 üzerinden şirket ortaklarının birbirlerine karşı bağlılık yükümlüğü ve rekabet yasağı cari kabul edilebilir<sup>42</sup>. Nitekim öğretide, gerekçe ve kapsamı tartışmalı olmakla birlikte, limited şirket ortaklarının gerek kendi aralarında gerekse şirkete karşı bağlılık yükümlülüğünün bulunduğu ifade edil-

<sup>40</sup> WONG Wong et. al., *Company Law: An Interactive Approach* 2. Ed., Wiley, Singapore, 2020, s. 259- 260

<sup>41</sup> KARASU Rauf, *Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi*, Ankara, Yetkin 2015, s. 41.

<sup>42</sup> KARASU, s. 41.

mektedir<sup>43</sup>. Öte yandan, limited şirketlerde rekabet yasağının ancak şirket sözleşmesinde öngörülmesi halinde geçerli bulunacağı kabul edilmektedir<sup>44</sup>.

TTK m. 613(1) düzenlemesiyle ortakların şirket sırlarını koruma yükümlülüğünün şirket sözleşmesi veya genel kurul kararıyla kaldırılamayacağı vurgulanmış, ayrıca m. 613(2) ile ortakların şirketin çıkarlarını zedeleyebilecek davranışlarda bulunmaları yasaklanmıştır. Bu haliyle kanunda bağlılık yükümlülüğünün özel görünüm biçimlerinin ele alındığı, bunlardan ilkinin sır saklama yükümlülüğü ikincisinin de şirket zararına olan işlerden kaçınma yükümlülüğü olduğu görülmektedir<sup>45</sup>. Şirket sırlarının korunmasına ilişkin yükümlük TTK m. 614 ile düzenlenen bilgi alma ve inceleme hakkıyla bağlantılı olup, özellikle bu yöntemle elde edilecek sırların ifşasına engel olmaktadır<sup>46</sup>. Bununla beraber, öğretide şirket sırlarına vakıflığın ortaktan ortağa dahi değişebileceği, bu nedenle yükümlülüğünün her ortak açısından aynı kapsamda değerlendirilemeyeceği ifade edilmektedir<sup>47</sup>.

TTK m. 613(4) hükmü bağlılık yükümü ve rekabet yasağına aykırı faaliyetlerde bulunabilme olanağının ortaklara sağlanabileceğini öngörmüştür. Dolayısıyla, sır saklama yükümlülüğü hariç bağlılık yükümlülüğünün diğer görünümlerine dair ortak yükümlülüğünün, bu arada ortakların şirket çıkarlarını zedeleyebilecek davranışlarda bulunmama yükümlülüğünün de ortadan kaldırılması mümkündür<sup>48</sup>. Öte yandan yükümlülüğün kaldırılması genel kurul kararıyla yapılacak ise bu konudaki kararın TTK m. 621 uyarınca alınması gerekmektedir.

O halde limited şirkete ortak olacak yatırımcıların rekabet yasağına taahhümsüz ortaklıklarını sürdürmelerini sağlamaları mümkündür. Diğer yandan, yatırımcılar şirkete fon teminini yatırım amacıyla gerçekleştirdiklerinden,

---

<sup>43</sup> KARASU, s. 28. Ortakların diğer ortaklarla rekabet etme yasağı şirket sözleşmesiyle kararlaştırılmayacağı yönünde bkz. KARASU Rauf, "Limited Şirket Esas Sözleşmesi ile Ortakların Diğer Ortaklarla Rekabet Etme Yasağı Öngörülebilir mi?", *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XX Y. 2016 S. 2*, ss. 61- 71, s. 66.

<sup>44</sup> PULAŞLI, s. 794. Rekabet yasağının yan edim yükümlülükleri kapsamında da değerlendirilebileceği yönünde bkz. ŞENER Oruç Hami, *Yargıtay Kararları Işığında Limited Ortaklıklar Hukuku*, Ankara, Seçkin 2017, s. 480- 481.

<sup>45</sup> DEMİRAYAK Ezgi Başak, "Limited Şirketlerde Ortakların Şirkete Karşı Bağlılık Yükümlülüğü", *Ankara Barosu Dergisi* 2018/3, ss. 25- 54, s. 29.

<sup>46</sup> DEMİRAYAK, s. 29.

<sup>47</sup> PULAŞLI, s. 793.

<sup>48</sup> DEMİRAYAK, s. 32.

bu surette ortak olan her kişiye bağlılık yükümlülüğünün eş biçimde uygulanamayacağı da ortadadır. Ayrıca SPK kamuyu aydınlatma ilkesi dairesinde kapalı şirketler açısından sır sayılabilecek birçok bilginin zaten kamuya açık hale getirileceğinden hareketle, şirketin sırrı kavramının kapsamının daralacağı açıktır. Neticede bağlılık yükümlülüğünün diğer görünüm şekillerinin kaldırılması da olanaklı olduğundan, limited şirketlerde kural olarak bağlılık yükümlülüğünün ve rekabet yasağının bulunması bu şirketlerin SPK kapsamına alınmamlarını haklı çıkaracak bir gerekçe olarak ileri sürülemeyecektir.

### III. LİMİTED ŞİRKETLER VE KİTLE FONLAMASI

Girişimcileri ticari faaliyetlerini anonim şirket türünde sürdürmeye yönelten birden çok hukuki ve iktisadi sebep bulunmaktadır. Bu sebepler temelde sınırsız sorumluluktan kurtulma, kanuni bir şartın yerine getirilmesi, holdingleşme, halka açılma, menkul kıymet ihracı ve vergi avantajları şeklinde özetlenebilmektedir<sup>49</sup>. Oysa paya dayalı kitle fonlamasının fon ihtiyacı bulunan özel bir kitlenin ihtiyacının karşılanması için ortaya çıktığı, yani anonim şirketin tercih sebebi olan hususların burada yer almadığı açıktır. Dolayısıyla girişimciler tarafından arzu edilenin kendilerine avantaj sağlayacak bir hukuki kurgunun meydana getirilmesinden çok iktisadi olduğu ortadadır. Nitekim girişimcilerin çoğu işlem maliyetleri sebebiyle hukuki destek alabilecek durumda da değildir<sup>50</sup>.

Kitle fonlaması yöntemiyle fon toplayacak girişimci kitlenin menfaati olabildiğince çabuk ve fazla fon toplanabileceği bir ticari yapılanma gerçekleştirilmektir. Sermaye piyasasının girişimciler için temel işlevi de zaten budur. Diğer yandan, bunlara fon arz edecek yatırımcıların menfaati ise yatırımlarının güvenliği ile neticede kendilerine uygun kazanç getirmesidir. Nitekim yatırımcı menfaati ile bunu korumanın girişimci menfaati (sermayenin toplanması) açısından getirdiği maliyetin dengelenebilmesi ihtiyacı sermaye piyasası hukukundaki muafiyetleri doğurmuştur<sup>51</sup>. O halde paya dayalı kitle fonlaması açısından limited şirket şeklinde bir ticari yapılanmanın tercih edilip edilemeyeceği hususunda konulacak bir hukuk kuralının da ilgili menfaatlerin dengelenmesi suretiyle kararlaştırılması gereklidir<sup>52</sup>.

---

<sup>49</sup> KENDİGELEN, s. 1-10.

<sup>50</sup> Bu sebeple Tebliğ m. 11(1) hükmü ile kitle fonlaması platformlarının danışmanlık vermesi olanağının önü kapatılmamıştır.

<sup>51</sup> MANAVGAT, s. 784.

<sup>52</sup> Bkz. BRADFORD, s. 8.

Öncelikle, limited şirket sermayesine paya dayalı kitle fonlaması yöntemiyle yatırımda bulunulması halinde yatırımcıya karşılığında temin edilecek değer olan “esas sermaye payı”, anonim şirket sermayesine yatırım yapanlara temin edilen “pay” değerinden ne hukuki nitelik ne de iktisadi nitelik itibarıyla, limited şirketlerin kitle fonlaması sürecinden dışlanmasını gerektirir bir fark taşımamaktadır. Neticede iktisadi olarak değerlendirildiğinde iki değer de ortaklık hakkı sağladığı, orta ve uzun vadeli yatırım aracı olduğu, dönemsel gelir getirme imkânının bulunduğu, misli nitelikte olduğu, seri halinde çıkarılabildiği ve ibarelerinin aynı olduğu ortadadır<sup>53</sup>. O halde limited şirket sermayesine yatırımların paya dayalı kitle fonlaması kapsamına alınmamasının iktisadi olarak herhangi bir gerekçesi bulunmamaktadır.

Hukuki açıdan bakıldığında ise paya dayalı kitle fonlamasında korunması gereken yukarıda bahsedilen girişimci menfaati ve yatırımcı (nitelikli yatırımcı olanlar ve olmayanlar) menfaati çerçevesinde değerlendirme yapmak gerekecektir. Bununla beraber, kitle fonlamasının ülke ekonomisi açısından önemi göz önüne alındığında, girişimcilerin menfaati olarak görülenin aslında sermaye piyasasına ilişkin bir menfaati işaret ettiği açıktır<sup>54</sup>. Bu nedenle, girişim şirketinin türünün belirlenmesi noktasında dengelenmesi gereken menfaatlerin, yatırımcı açısından ve sermaye piyasası açısından ikiye ayrılarak incelenmesi zaruridir. Aşağıda iki menfaat hakkında değerlendirmeler yapılmakta ve limited şirketlerin mevcut Tebliğ sistemi ile uyumuna dair bazı hususlar somutlaştırılmaktadır.

### 1. Girişim Şirketi Türünün Nitelikli Yatırımcı Olmayanlar Açısından Önemi

SPK sistemindeki kilit kavramlardan bir tanesi “halka arz” olarak öne çıkmaktadır<sup>55</sup>. Bu doğrultuda, SPK hükümlerinin uygulanması açısından halka arz edilen değerlerin hangi türde bir şirkete ait olduğundan çok bu değerlerin bir sermaye piyasası aracı olup olmadığının incelenmesi önem taşımak-

<sup>53</sup> Sermaye piyasası hukuku açısından menkul kıymet tanımına dair yedi unsur hakkında bkz. AKBULAK Sevinç / AKBULAK Yavuz, **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, İstanbul, Beta, 2004, s. 22- 25.

<sup>54</sup> Amerika Birleşik Devletleri’nde kitle fonlamasına dair mevzuatın yürürlüğe konduğu “JOBS Act” kısaltmasıyla bilinen düzenlemenin başlangıç kısmında “yeni gelişen şirketlerin sermaye piyasalarına erişimiyle Amerika’nın iş alanlarının artırılması ve ekonomik büyümenin sağlanması” ifadesi bulunmaktadır. Bu ifade kitle fonlamasının ülke ekonomisi için önemini ortaya koyması bakımından önem taşımaktadır.

<sup>55</sup> SPK m. 3(1)(f) uyarınca “halka arz”, “Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan yapılan genel bir çağrıyı ve bu çağrı devamında gerçekleştirilen satışı” ifade etmektedir.

tadır. Dolayısıyla, limited şirket esas sermaye payları sermaye piyasası aracı olarak kabul olunursa bunlara dair yapılacak genel bir çağrı ve akabinde satış zaten halka arz niteliğinde olarak SPK koruyucu hükümlerinin kapsamı içerisinde değerlendirilecektir. O halde limited şirketlerin SPK sisteminde tamamen göz ardı edilmesinin yatırımcıların korunması için yegâne seçenek olduğunu iddia etmek mümkün bulunmamaktadır.

Nitelikli yatırımcı olmayan yatırımcılar<sup>56</sup> açısından en iyi şirket türünün yatırımcıya en çok güvenlik ve kazanç sağlayan şirket türü olduğu söylenebilecektir. Ancak bu şirket türünün her durumda anonim şirket olacağını iddia etmek güçtür. Zira kitle fonlaması sürecinde yatırımcının güvenliği öncelikle yatırımcı ile girişim şirketi arasındaki bilgi asimetrisinin azaltılmasıyla gerçekleşecek olup, buna karşı en etkin koruma da kamunun aydınlatılması ilkesi çerçevesinde alınacak önlemlerdir<sup>57</sup>. Diğer yandan, yatırımcıya kazanç sağlanması için ise daha en başından toplanan fonların uygun kullanımının denetimi gerekmekte olup, bu konuda gerekli tedbirler zaten Tebliğ’de öngörülmüş durumdadır<sup>58</sup>. Üstelik limited şirketler hukukunda da anonim şirketlerde geçerli genel kurul kararlarının butlanı ve iptali davaları (TTK m. 622) ile yöneticilerin sorumluluğu hükümleri (TTK m. 644) mevcuttur. Ayrıca uygulamada anonim şirket türünün yatırımcıların mağduriyetine sebep olan maddi ve manevi örtülü kazanç aktarımının sıkça gerçekleştiği yapılar oldukları unutulmamalıdır<sup>59</sup>. O halde izah edilen açılardan girişim şirketinin tercih edeceği anonim ya da limited şirket türünün yatırımcının menfaatlerinin temini açısından hayati bir önemi bulunmamaktadır. Dolayısıyla yatırımcıların korunmasını salt şirket türünün yatırımcılara sağladığı haklar ve koruma mekanizmaları üzerinden değerlendirmek isabetli değildir. Zaten yatırımcıların korunması menfaati, başta kamuyu aydınlatma olmak üzere esasen TTK değil SPK’da yer alan koruyucu düzenlemeler vasıtasıyla gerçekleştirilmektedir<sup>60</sup>.

TTK m. 583 hükmüne ilişkin madde gerekçesinde “esas sermaye payı” kavramı üzerinden, anonim şirket ile limited şirketin farkları üzerinde durulmuştur. Gerekçede, anonim şirket sermayesi ile limited şirket sermayesi

<sup>56</sup> Nitelikli yatırımcı kavramı için bkz. Bölüm III.2.

<sup>57</sup> Bkz. Crowdfunding Regulation, s.2.

<sup>58</sup> Bkz. Tebliğ m. 20.

<sup>59</sup> PEHLİVANOĞLU Murat Can, “Involuntary Dissolution: Theory and Operation in Publicly Traded Corporations”, *Annual Survey of International & Comparative Law* Vol. 23 Issue 1 Year: 2019, ss. 1- 18, s. 6.

<sup>60</sup> MANAVGAT, s.784.

arasındaki farkın anonim şirket sermayesinin serbestçe devredilebilmesi, hak kaynağı işlevini haiz olması ve bağımsız bir birim oluşturması olduğu ifade edilmiştir. Bununla beraber öğretide, anonim şirket pay devrinin de sınırlanabilir olduğu, limited şirket esas sermaye payının da hak kaynağı işlevini taşıdığı ve birden çok esas sermaye payına sahip olunabilmesinin bağımsızlığı gösterdiği haklı olarak ortaya konmuştur<sup>61</sup>. Dolayısıyla, hukuki nitelik itibarıyla esas sermaye payının yatırımcıların korunması açısından anonim şirket payından daha az bir değer taşıdığı söylenemeyecektir.

Benzer yönde, TTK m. 576 gerekçesinde anonim ve limited şirket payları arasındaki teorik farkın devir serbestliği olduğunun vurgulanmış olması, yatırımcıların korunması açısından değerlendirilmesi gereken temel hususun devir serbestliği yasağının yatırımcıların mağduriyetine sebep olup olmayacağı noktasında yoğunlaşması gerektiğini işaret etmektedir. O halde, yukarıda açıklandığı üzere devir sınırlamasının kaldırılabilmesi imkânı (TTK m. 595(1)(2)) ve yasak bulunsa dahi ortakların kanunen çıkma hakkının bulunması (TTK m.594(4)(5)) sebebiyle limited şirketlerde devir serbestliğine yönelik kısıtlayıcı düzenlemelerin yatırımcıların gereği gibi korunmasına engel olmadığı söylenebilecektir<sup>62</sup>. Nitekim Tebliğ içeriğinde girişim şirketi yatırımcılarının paylarını doğrudan ikincil piyasalarda devredebilmelerini zorunlu şekilde sağlayacak bir sistem de öngörülmemiştir (Tebliğ m. 21(4)). Dolayısıyla yatırımcıları korumak amacıyla onlara likidite verecek bir ikincil piyasa temin edilmesi şeklinde bir amaç da bulunmadığından, devir kolaylığının bulunmadığına dair bir gerekçe limited şirketlerin Tebliğ kapsamından dışlanması için yeterli değildir.

## 2. Girişim Şirketi Türünün Nitelikli Yatırımcı Olanlar Açısından Önemi

Tebliğ m. 4(1)(o) uyarınca nitelikli yatırımcı “Kurulun, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde tanımlanan nitelikli yatırımcıları” ifade etmektedir. Buna göre, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, “nitelikli yatırımcı” kavramını Kurulun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan gerçek ve tüzel kişiler, kamu kurum ve kuruluşları ile Bireysel

<sup>61</sup> HUYŞAL Ayşegül Sezgin, “Limited Şirketlerde Nama Yazılı Pay Senedinin Hukuki Niteliği”, *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi* Cilt 22 Sayı 1 Yıl 2016, ss. 317- 346, s. 325.

<sup>62</sup> Bkz. II.2. Bölüm. Üstelik limited şirketlerde ortaklar için belirli koşullarda ayrılma akçesi karşılığında çıkma hakkının öngörülmesiyle yatırımcılara güvence sağlanması olanaklıdır (TTK m. 638) (GÜRŞİNAR Bünyamin, “Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma”, *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XX S. 2 Yıl: 2016*, ss. 73- 101, s. 83).

Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelikte tanımlanan bireysel katılım yatırımcısı lisansına sahip kişiler olarak somutlaştırmıştır. Tebliğ, nitelikli yatırımcılar açısından herhangi bir yatırım sınırı aramayarak (m. 15) ve 1.000.000 TL'yi aşan fon taleplerinde hedeflenen fonun en az yüzde onuna tekabül eden tutarın nitelikli yatırımcılar tarafından karşılanması ilkesini (m. 16(8)) benimseyerek kitle fonlamasında bu yatırımcı grubunun önemini ortaya koymuştur.

Nitelikli yatırımcıların girişimcilik ekosistemi kapsamındaki rolünün anlaşılabilmesi için öncelikle girişim şirketlerinin geleneksel (kitle fonlaması harici) fon toplama süreçleri vurgulanmalıdır<sup>63</sup>. Girişimcilerin fon talebiyle başvurdukları ilk yatırımcı grubu kendi aile ve arkadaşları olmaktadır. Girişimcilerin bir sonraki aşamada fon talebiyle başvurdukları kişiler ise bankalardır. Nitelikli yatırımcılar ise üçüncü ve dördüncü aşamada, yani melek yatırımcılar<sup>64</sup> ve girişimcilere sermaye sağlayan şirketlerden fon taleplerinde gündeme gelmektedir. Bu noktada geleneksel yöntemlere alternatif olarak girişimciler, nitelikli yatırımcıların fonlarına kitle fonlaması vasıtasıyla da ulaşabilmektedir. Üstelik kitle fonlaması, geleneksel fon toplama süreçlerinde nitelikli yatırımcıların elinde bulunan müzakere gücünü bu defa girişimci lehine azaltmak yönünde etki de sağlamaktadır.

Nitelikli yatırımcılar ister melek yatırımcı ister girişimcilere sermaye sağlayan şirketler şeklinde olsunlar, girişimcilere fon sağlama karşılığında girişim şirketinde kar, oy ve yönetimde temsil gibi konularda imtiyaza sahip olmak üzere müzakereye girişmektedirler<sup>65</sup>. Benzer şekilde, girişim şirketinin girişimci tarafından vaat edilen şekilde sürdürülebilmesini teminat altına alacak mekanizmalar da talep etmektedirler. Bu hususların yer verileceği hukuki metinlerden ilki şirket sözleşmesi olacağından, şirket sözleşmesinin ancak kanunun açıkça öngördüğü hallerde kanun hükümlerinden sapabileceğine dair emredici hükümler ilkesinin<sup>66</sup> katı değerlendirilmemesi nitelikli

<sup>63</sup> Bkz. GABISON Garry, "Understanding Crowdfunding and its Regulation", **JRC Science and Policy Report, Report EUR 26992 EN 2015**, s. 26.

<sup>64</sup> Türk hukukunda "melek yatırımcılık" 15.02.2013 tarihli Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik uyarınca düzenlenmiştir. Piyasada "melek yatırımcı" tabirinin kullanılmasına karşın, Yönetmelikte "bireysel katılım yatırımcısı" kavramı kullanılmış ve bu kişiler Yönetmeliğin 3(1)(ç) maddesiyle "kişisel varlıklarını ve/veya tecrübe ve birikimlerini başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişiler" şeklinde tanımlanmıştır.

<sup>65</sup> GIUDICI/AGSTNER, s. 8- 11.

<sup>66</sup> Öğretide emredici hükümler ilkesinin kapsamına dair tartışmalar hakkında bkz. AYOĞLU Tolga, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, İstanbul, XII Levha 2018, s. 25- 31.

yatırımcılar açısından önem taşımaktadır. Ancak TTK uyarınca limited şirketlere dair emredici hükümler ilkesinin anonim şirketlere dair emredici hükümler ilkesiyle paralellik taşıması<sup>67</sup>, nitelikli yatırımcılar açısından anonim şirketleri daha tercih edilebilir kılmamaktadır<sup>68</sup>.

### 3. Girişim Şirketi Türünün Sermaye Piyasası Açısından Önemi

T.C. Anayasası (Anayasa) m. 167 uyarınca Devletin sermaye piyasalarının sağlıklı ve düzenli işlemlerini sağlayıcı ve geliştirici tedbirleri alma ödevi vardır. Bu çerçevede, kanun koyucunun bu ödevi gerçekleştirirken kullanacağı hukuki düzenlemeler konusunda kendisine tanınan takdir yetkisi ise her durumda kamu yararı ölçütüne tabi bulunmaktadır<sup>69</sup>. Diğer yandan, teşebbüs özgürlüğüne (Anayasa m. 48) temas eden düzenlemelerin ayrıca ölçülü de olması gerektiği (Anayasa m. 13) açıktır<sup>70</sup>.

Sermaye piyasası hukukunda yatırımcının korunması menfaatinin yegâne değer olarak benimsenerek bunu korumak uğruna sermaye piyasasının gelişimini engelleyecek tedbirler alınmaması ve dolayısıyla limited şirketlerin paya dayalı kitle fonlaması sisteminden dışlanmaması önem taşımaktadır. Zira bu yönde bir tutum ne teşebbüs özgürlüğü açısından ölçülü olacak ne de sermaye piyasalarının gelişimi açısından kamu yararı ölçütünü tatmin edebilecektir<sup>71</sup>. Neticede Anayasanın bağlayıcılığı ve üstünlüğüne dair ilke çerçevesinde (Anayasa m. 11), SPK ikincil düzenlemelerinde de bu hususların dikkate alınması gerekmektedir<sup>72</sup>.

<sup>67</sup> Bkz. TTK m. 579 Madde Gereçesi.

<sup>68</sup> Anonim şirketlerden farklı olarak, limited şirketlerde kanun hükümlerinin önemli bir kısmının şirket sözleşmesi ile aksinin kararlaştırılabileceği yönünde bkz. KARASU Rauf, "Emredici Hükümler İlkesinin Kapalı Tıp Anonim Şirketler ve Limited Şirketler Açısından Doğurduğu Sorunlar ve Çözüm Önerileri", *Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi Cilt 1 Sayı 1 Yıl 2015*, ss. 115- 132, s. 128.

<sup>69</sup> T.C. Anayasa Mahkemesi E. 2014/144 K. 2015/29 T. 19/03/2015.

<sup>70</sup> Bkz. PEHLİVANOĞLU Murat Can, "Devletin Ekonomik Hayata Fiyatlar Yönünden Müdahalesi", *İstanbul Barosu Dergisi Cilt 89 Sayı 1 Ocak 2015* ss. 223- 234.

<sup>71</sup> Kamu yararı kavramı, devlet organlarının takdir yetkisini de beraberinde getiren ve her somut olay temelinde ayrıca değerlendirilmesi gereken bir kavram durumundadır. Ölçülülük ilkesi ise elverişlilik, gereklilik ve orantılılık olmak üzere üç alt ilkeden oluşmaktadır (Anayasa Mahkemesi Kararı E. 2018/136 K. 2019/21 T. 10/04/2019).

<sup>72</sup> Düzenleyici ve denetleyici kurumların düzenleme yetkilerinin anayasal ilke ve kurallara uygun olması konusunda bkz. AYANOĞLU, Taner, "Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Düzenleme Yetkisi ve TAPDK Örneği", *İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası C. LXC S. 1 2007*, ss. 39- 83, s. 78.

SPK bir piyasa düzenleyici metin olarak, ikincil düzenlemeleriyle birlikte gerek anayasal ilkeleri gerekse piyasa bileşenlerini dikkate almaktadır<sup>73</sup>. Bu hareketle bazı hukuk sistemlerinde sermaye piyasasını düzenleyici kurumların kanundan doğan takdir yetkisini çevreleyen ilkelerin varlığı kabul görmüştür. Örneğin Amerika Birleşik Devletleri'nde sermaye piyasası kurulunun yayınlayacağı kurallarda sermaye birikimi, rekabet ve verimlilik ölçütleri ile ekonomik neticelerin dikkate alınması kanun gereğidir<sup>74</sup>. Nitekim benzer yaklaşım SPK Genel Gerekçesinde de belirtilmiş<sup>75</sup> ancak herhangi bir ilke madde metnine işlenmemiştir<sup>76</sup>. Ancak neticede SPK m. 1 uyarınca kanunun amacı içerisinde sermaye piyasasının etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyiş ve gelişmesinin sağlanması bulunmaktadır. O halde ikincil düzenlemelere dair takdir yetkisinin çeşitli ilkelerle çevrelendiği ve her durumda sermaye piyasasını geliştirecek tedbirlerden sakınılması gerektiği kabul edilebilecektir.

Sermaye piyasasına ilişkin hukuk kuralları, sermayenin tabana yayılması kadar atıl fonların fon talep edenlerle buluşturulduğu alternatif finansman ortamının sağlanmasına da hizmet etmektedir<sup>77</sup>. Nitekim kitle fonlaması yöntemiyle fon toplanması, fon arz edenlerle fon talep edenler arasındaki dengede fon akışının gerçekleşmediği girişimlere fon kaynağı sağlanması için öngörülmüştür<sup>78</sup>. O halde fon talep eden durumundaki girişimcilerin mali kaynaklarını azami olarak şirket faaliyetlerinin gerçekleştirilmesine harcamak ve mevzuat uyum maliyetlerini asgari seviyeye çekmek konusunda ciddi bir menfaati bulunmaktadır. Limited şirketlerin anonim şirketlere göre daha basit ve düşük maliyetli bir yapıya sahip olduğu ve bu nedenle Türkiye'de en çok tercih edilen şirket türünün limited şirket olduğu malum iken girişimcilere bu şirket türünü tercih imkânı sağlanmaması girişimcilerin mevzuat uyum ve faaliyet maliyetlerini, kitle fonlamasının hedeflediğini tam aksine, artırmaktadır<sup>79</sup>.

<sup>73</sup> SPK Genel Gerekçe, s. 12.

<sup>74</sup> Business Roundtable v. S.E.C., 647 F. 3d 1144 (2011).

<sup>75</sup> Bkz. SPK Genel Gerekçe, s. 13.

<sup>76</sup> İkincil düzenlemelerde benzer yönde bir değerlendirmenin yapılması gereğini işaret eden hüküm SPK m. 130(5) olarak öne çıkmaktadır.

<sup>77</sup> T.C. Anayasa Mahkemesi E. 2000/8 K. 2003/104 T. 26/12/2003.

<sup>78</sup> HU Ying, "Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore", **NUS Working Paper 2015**, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2816222](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2816222), E.T.: 11/02/2020, s. 6.

<sup>79</sup> Anılan endişelerle, Avustralya'da paya dayalı kitle fonlaması suretiyle fon toplayabilen şirket türü olarak herhangi bir azami ortak sayısı sınırı bulunmayan "public company" türü seçilmiş iken, daha sonra azami ortak sayısı sınırı 50 olan "proprietary company" şirket türü de bu kapsama alınmıştır.

Paya dayalı kitle fonlaması yoluyla yatırımcı temin eden şirketlerin proje başına temin ettikleri ortalama yatırımcı sayısı sınırlıdır<sup>80</sup>. Buna göre, girişim şirketlerinin doğrudan çok ortaklı yapılar olarak örgütlenmeleri ihtiyacı zaten bulunmamaktadır. Nitekim girişim şirketinin sınırlı sayıda yatırımcıyla yola çıkma yönündeki iradesinin hukuken kabul görmesine de karşı çıkılmamalıdır<sup>81</sup>. Öte yandan, küçük yatırımların ekonomiye kazandırılmasının hedeflendiği günümüz ekonomik düzeninde limited şirketlerin çok ortaklı olmasının engellenmesi için haklı bir sebep de bulunmamaktadır<sup>82</sup>. Zaten tarihsel süreçte Türk kanun koyucusunun limited şirketlere dair sorumluluk hükümlerini kişisel unsura üstünlük vererek düzenleyen İsviçre yerine Almanya'dan alma tercihi sebebinin limited şirketlerin Türkiye'de gelişiminin sağlanması arzusu olduğu bilinmektedir<sup>83</sup>. Bütün bu değerlendirmeler dikkate alındığında, limited şirketlerin paya dayalı kitle fonlaması sisteminin dışında bırakılmasının girişimciler açısından uygun bir hukuk politikası tercihi olmadığı anlaşılmaktadır.

#### 4. Tebliğ Hükümlerinin Limited Şirketlerle Uyumlaştırılması Sorunu

Limited şirketlerin istisnasız kitle fonlaması sistemi haricinde tutulmasındansa bu sisteme dahil edilebilmeleri için bazı ek yükümlülükleri yerine getirmelerinin aranması tercih edilmelidir. Dolayısıyla Tebliğ hükümleri de bu ek yükümlülüklerden görülmelidir. Nitekim TTK m. 210(2) hükmüyle bakanlık, kurum, kurul ve kuruluşların kendilerine kanunla tanınan yetkinin sınırlarında kalmak kaydıyla ve öngörülen amaç, konu ve şekle tabi olarak limited şirketlere ilişkin düzenlemeler yapabilecekleri vurgulanmıştır<sup>84</sup>.

---

Anılan şirkete paya dayalı kitle fonlaması suretiyle yatırım yapan ortakların 50 ortak sayısının hesabında dikkate alınmaması yönünde istisna getirilmiştir (WONG Wong et. al., **Company Law: An Interactive Approach** 2. Ed., Wiley, Singapore, 2020, s. 259- 260).

<sup>80</sup> 2014 yılında İngiltere'de yayımlanan bir araştırmaya göre, paya dayalı kitle fonlaması yoluyla yatırımcı temin eden şirketlerin proje başına ortalama 125 yatırımcı edindikleri tespit edilmiştir (BAECK Peter et. al., "Understanding Alternative Finance", **UK Alternative Finance Industry Report**, November 2014, <https://media.nesta.org.uk/documents/understanding-alternative-finance-2014.pdf>, E.T.: 11/02/2020, s. 14).

<sup>81</sup> Nitekim girişim şirketinin az sayıda yatırımcıyla faaliyetlerini sürdürmesi çoğu zaman girişim şirketinin lehine bir durum olacaktır.

<sup>82</sup> ÇEKER, s. 62.

<sup>83</sup> ÇAMOĞLU Ersin, "İsviçre, Alman ve Türk Hukuklarında Limited Ortağın Sınırlı Sorumluluğu İlkesinin Anlam ve Nitelikleri", **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası** C. 38 S. 1-4 Yıl 1973, ss. 499- 519, s. 517.

<sup>84</sup> Maddenin SPK ile ilişkisi hakkında bkz. MANAVGAT Çağlar, "Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları", **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası** C. LXXI S. 2 Yıl 2013, ss. 287- 298, s. 291- 293.

Yukarıda açıklandığı üzere<sup>85</sup> Tebliğ hükümlerinin limited şirketlerle uyumlaştırılması için TTK ya da SPK içeriğinin tümden değiştirilmesi zorunlu değildir<sup>86</sup>. Bu noktayı ilk olarak azami ortak sayısına dair durum üzerinden örneklendirmek mümkündür. Öncelikle Tebliğ uyarınca kampanya süreci planlanırken, hedeflenen fon tutarının ve yatırımcı başına asgari-azami yatırım tutarının azami ortak sayısı sınırına uygun şekilde hesaplanarak ayarlanması pekâlâ mümkündür (Tebliğ m. 16(3) ve m. 17(7)). Öte yandan, TTK sisteminin azami ortak sayısı sınırının aşılması halinde aşan devirlerin geçersiz sayılması çözümünün Tebliğ sistemi ile uyumsuz olmadığı görülmektedir. Tıpkı geçersiz şekilde yapılan bir satış sözleşmesinde tarafların birbirlerinden aldıklarını geri vermesi gibi<sup>87</sup>, yatırımcının emanet yetkilisi nezdinde bloke edilmiş yatırım tutarının, bunları sağlamış toplam yatırımcı sayısının azami ortak sayısı kuralıyla uyumsuzluğu nedeniyle, esas sermaye payına dönüştürülemeyeceğinden iadesi olanaklıdır. Bu halde, kampanya sürecinde hedeflenen fon tutarına azami ortak sayısını aşan sayıda yatırımcıyla ulaşılması halinde (1) eğer aşan sayıdaki yatırımcılar çıkarıldıktan (fonları iade edildikten) sonra kalan yatırımcılar ile hedeflenen fon tutarına ulaşılması mümkün oluyor ise aşan sayıdakilere yatırım tutarının iade edilmesi yolu açık olup (Tebliğ m. 17(8)), (2) eğer aşan sayıdaki yatırımcılar çıkarıldıktan sonra kalan yatırımcılar ile hedeflenen fon tutarına ulaşamıyor ise bu defa hedeflenen fon tutarına ulaşamadığından yatırım tutarı tüm yatırımcılara iade edilecektir (Tebliğ m. 17(8)). Son olarak, azami ortak sayısının aşılmasına karşın hedeflenen fon tutarına kampanya sonunda halen ulaşamaması halinde zaten Tebliğ m. 17(8) uyarınca toplanan fon yatırımcıların tamamına iade edileceğinden azami ortak sayısı sınırının bir önemi kalmayacaktır. Dolayısıyla, mevcut Tebliğ sisteminde bu açıdan herhangi bir değişiklik yapılmaksızın limited şirketler tarafından paya dayalı kitle fonlaması suretiyle fon toplanmasına olanak sağlanabilecektir.

Tebliğ sisteminin asli unsuru olan fon toplama yönteminin de TTK açısından limited şirketler için getirilen kurallarla uyumsuz bir yanı yoktur. Tebliğ m. 16(1) uyarınca girişim şirketleri sadece sermaye artırımını suretiyle

---

<sup>85</sup> Bkz. II. Bölüm.

<sup>86</sup> Ancak bkz. Bölüm II.2. Ayrıca 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsili Usulü Hakkındaki Kanun m. 35 amme alacağının ortaklardan tahsiline olanak veren bir düzenleme açısından da istisna getirilmelidir. Elbette bir ikincil düzenlemeyle kanuna aykırı bir hüküm getirilip getirilemeyeceği sorunu ayrıca incelenmelidir.

<sup>87</sup> Yargıtay 19. H.D. E. 2010/14869 K. 2011/2621 T. 01/03/2011.

çıkartılacak paylar karşılığında fon toplayabilecek olup, limited şirketlerin yapısı bu temel kuralla uyumludur. Zira limited şirketlerde ortak sıfatının kuruluşta veya sermaye artırımlarında esas sermaye payının taahhüdüyle aslen veya esas sermaye payının devralınması ile devren kazanılması mümkündür<sup>88</sup>. TTK içeriğinde limited şirketlerde esas sermayenin artırılmasına ilişkin özel bir düzenleme bulunmamakla beraber, bu konuda TTK m. 590 yollamasıyla kuruluş hakkındaki hükümler kıyasen uygulanmaktadır. Üstelik ortakların sahip olduğu rüçhan hakkına dair haklı sebeplerin sınırlı sayıda olmamasından yola çıkılarak<sup>89</sup>, kitle fonlaması suretiyle fon toplanmasının TTK m. 591 dairesinde haklı bir sebep olarak ileri sürülerek rüçhan hakkının sınırlanması mümkündür.

Diğer yandan, Tebliğ m. 20(1) uyarınca kitle fonlaması suretiyle toplanan fonların hangi amaçlarla kullanılacağına ilişkin hazırlanmış bir raporun bulunması ve neticede toplanan fonların ilan edilen amaca uygun olarak kullanılması gerekmektedir (m. 20(7)). Üstelik toplanan fonların ilan edilen amaca uygun kullanımı konusundaki sorumluluğun yönetim kurulunda olduğu vurgulanmıştır (Tebliğ m. 20(7)). Bu doğrultuda, TTK m. 625 uyarınca müdürlerin aldıkları belirli kararları ve münferit sorunları genel kurulun onayına sunmaları gereği şirket sözleşmesinde öngörülebildiğinden toplanan fonların şirket tarafından toplanma amacına uygun kullanıp kullanılmadığının denetimi amacıyla yatırımcıların şirketin bir kısım işlerine, anonim şirketlere nazaran daha etkin şekilde, doğrudan katılımına olanak sağlanabilecektir.

Limited şirketlerin paya dayalı kitle fonlaması sistemine alınması halinde Tebliğ içeriğinde kullanılan mevcut terminolojinin değiştirilmesi gerekecektir. Zira Türk hukukunda “pay” kavramı anonim şirketi işaret ettiğinden, bu kavram diğer şirket türlerini lafzen dışlayıcıdır. Bu nedenle Tebliğ isminin yabancı terminolojiyle de uyumlu şekilde “Sermayeye Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği” veya “Ortaklığa Dayalı Kitle Fonlaması Tebliği” şeklinde değiştirilmesi uygun olacaktır. Akabinde ise Tebliğ içinde anonim şirketi işaret eden “yönetim kurulu”, “esas sözleşme”, “pay” ve benzeri diğer terminolojinin gözden geçirilmesi gerekmektedir.

---

<sup>88</sup> TEKİNALP Ünal, **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, Seçkin, 2. Baskı, İstanbul 2011, s. 378.

<sup>89</sup> TEKİNALP, s. 365.

#### IV. SONUÇ

Kitle fonlaması, sermaye piyasasının gelişimi tahtında ülke ekonomisi açısından önem taşımaktadır. Üstelik mevzuattaki sınırlamaların genel olarak ülke piyasasının girişimci ve yatırımcılar tarafından tercih edilebilirliğini olumsuz yönde etkileyeceği açıktır<sup>90</sup>. Nitekim kanun koyucu yatırım ortamını rasyonel hale getirmeyi amaçlamaktadır<sup>91</sup>. Hal böyle iken şirket türüne yönelik yapay bir sınırlama ile piyasaya giriş engelleri yaratılmamalıdır. Dolayısıyla kitle fonlaması hakkında yapılacak düzenlemelerin salt takdir yetkisi çerçevesinde görülmemesi önemlidir. Anayasa ve SPK doğrultusunda, Tebliğ hükümlerinin hukuka uygun olup olmadığı bu düzenlemenin korumak istediği menfaatleri ne kadar dengeleyebildiğinde aranmalıdır.

Yatırımcıların menfaatlerinin sermaye piyasasının menfaatleriyle karşılaştırılması sürecinde, anonim şirket türünün anılan menfaatleri yegâne dengeleyici hukuki yapı olduğunu ileri sürmek olanaklı değildir. Üstelik Tebliğ hükümlerinin yatırımcıyı gereğinden fazla koruma eğiliminin kitle fonlamasının gelişiminin önünde bir engel olarak orta ve uzun vadede yatırımcının aleyhine olacağı unutulmamalıdır. Oysa yatırımcının korunması hususunda girişim şirketinin hukuki yapısıyla alakadar tedbirlerin kitle fonlama platformunun sorumlulukları üzerinden gerçekleştirilmesi pekâlâ mümkündür<sup>92</sup>.

7222 sayılı Kanun ile SPK m. 35/A(1) düzenlemesine işlenen ek cümleler değerlendirildiğinde, SPK sisteminde kitle fonlamasının ortaklığa ve borçlanmaya dayalı olarak iki türe ayrıldığı anlaşılmakta, “ortaklığa dayalı” tabiri ne ise herhangi bir tanımlama getirilmediği görülmektedir. Dolayısıyla limited şirketlerin paya dayalı kitle fonlaması dahiline alınarak, konunun esasen paya değil de sermayeye (ortaklığa) dayalı kitle fonlaması şeklinde ele alınması uygun olacaktır. Bu yaklaşım hiç kuşkusuz Türk ortaklıklar hukukunun liberal yapısına dair kabulü<sup>93</sup> de destekleyici bir gelişme olacaktır.

<sup>90</sup> Dünya Bankası tarafından yayınlanan, ülke bazında iş yapma kolaylığının puanlandığı “Doing Business 2020” raporunda, iş yapma kolaylığı bakımından Türkiye dünyada 33. Sırada gösterilmiştir (Bkz. The World Bank, Doing Business 2020, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/32436/9781464814402.pdf>, E.T.: 09/04/2020).

<sup>91</sup> Bkz. 7099 sayılı Kanun Genel Gerekçesi.

<sup>92</sup> Benzer değerlendirme Amerika Birleşik Devletleri kitle fonlaması düzenlemesi için de ileri sürülmektedir. Bkz. GREEN, Joseph/COYLE, John, “Crowdfunding and the Not-so-Safe SAFE”, **102 Va. L. Rev. Online 168 (2016)**, ss. 168- 182, s. 180.

<sup>93</sup> TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu**, Seçkin, 2. Baskı, İstanbul 2018, s. 11.

**KAYNAKÇA**

- ADIGÜZEL Burak, “6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda Sermaye Piyasası Aracı Kavramı”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi** Cilt 3 Sayı: 1 Yıl: 2017, ss. 1- 8.
- AKBULAK Sevinç / AKBULAK Yavuz, **Türkiye’de Sermaye Piyasası Araçları ve Halka Açık Anonim Şirketler**, İstanbul, Beta, 2004.
- AYANOĞLU, Taner, “Düzenleyici ve Denetleyici Kurumların Düzenleme Yetkisi ve TAPDK Örneği”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası C. LXC S. 1 Yıl: 2007**, ss. 39- 83.
- AYOĞLU Tolga, **Sermaye Şirketleri Özelinde Şirketler Hukuku Uyuşmazlıklarının Çözümünde Tahkim**, İstanbul, XII Levha 2018.
- AYTAÇ Zühtü, “Sermaye Piyasası Kanunu ve Çok Ortaklı Şirketler”, **Ankara Üniversitesi SBF Dergisi** Yıl: 1985 Sayı: 40(1), ss. 229-253.
- BAECK Peter et. al., “Understanding Alternative Finance”, **UK Alternative Finance Industry Report**, November 2014, <https://media.nesta.org.uk/documents/understanding-alternative-finance-2014.pdf>, E.T.: 11/02/2020.
- BAŞTUĞ İrfan, **Şirketler Hukukunun Temel İlkeleri**, İzmir, İstiklal 1974.
- BRADFORD Steven, “Crowdfunding and the Federal Securities Laws”, **Columbia Business Law Review** (2012), ss. 1- 150.
- ÇAMOĞLU Ersin, “İsviçre, Alman ve Türk Hukuklarında Limited Ortağın Sınırlı Sorumluluğu İlkesinin Anlam ve Nitelikleri”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası C. 38 S. 1-4 Yıl 1973**, ss. 499- 519.
- ÇEKER Mustafa, “Limited Şirketlerde Ortak Sayısının Sınırlandırılması”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi** Yıl: 2015 Cilt 1 Sayı 1, ss. 57- 64.
- DEMİRAYAK Ezgi Başak, “Limited Şirketlerde Ortakların Şirkete Karşı Bağlılık Yükümlülüğü”, **Ankara Barosu Dergisi** 2018/3, ss. 25- 54.
- DEMİRKAPI Ertan, Limited Ortaklık Payının Devri (Doktora Tezi), **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü**, İzmir 2008.
- GIUDICI, Paolo/AGSTNER, Peter, Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?), **ECGI Law Working Paper No. 471/2019**, August 2019, [www.ecgi.global/content/working-papers](http://www.ecgi.global/content/working-papers) (E.T.: 09/04/2020).
- GREEN, Joseph/COYLE, John, “Crowdfunding and the Not-so-Safe SAFE”, **102 Va. L. Rev. Online** 168 (2016), ss. 168- 182.

- GÜRPINAR Bünyamin, “Limited Şirkette Çıkma ve Çıkmaya Katılma”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XX S. 2 Yıl: 2016**, ss. 73- 101.
- HUYSAL Ayşegül Sezgin, “Limited Şirketlerde Nama Yazılı Pay Senedinin Hukuki Niteliği”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi Cilt 22 Sayı 1 Yıl 2016**, ss. 317- 346
- HU Ying, “Regulation of Equity Crowdfunding in Singapore”, **NUS Working Paper 2015**, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2816222](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2816222), E.T.: 11/02/2020.
- İMREGÜN Oğuz, **Kara Ticareti Hukuku Dersleri**, İstanbul, Evrim 1987.
- KARASU Rauf, **Anonim Şirketlerde Emredici Hükümler İlkesi**, Ankara, Yetkin 2015.
- KARASU Rauf, “Emredici Hükümler İlkesinin Kapalı Tip Anonim Şirketler ve Limited Şirketler Açısından Doğurduğu Sorunlar ve Çözüm Önerileri”, **Ticaret ve Fikri Mülkiyet Hukuku Dergisi Cilt 1 Sayı 1 Yıl 2015**, ss. 115- 132.
- KARASU Rauf, “Limited Şirket Esas Sözleşmesi ile Ortakların Diğer Ortaklarla Rekabet Etme Yasağı Öngörülebilir mi?”, **Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi C. XX Y. 2016 S. 2**, ss. 61- 71.
- KOŞUT Hanife Doğrusöz, “Limited Şirkette Nama Yazılı Senede Bağlanmış Esas Sermaye Payının Devir Şartları”, **Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Araştırmaları Dergisi**, Cilt: 22 Sayı: 1 Yıl: 2016, ss. 365- 383.
- MANAVGAT Çağlar, “Türk Ticaret Kanunu Hükümlerinin Halka Açık Anonim Ortaklıklara Uygulanması ve Sınırları”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası C. LXXI S. 2 Yıl 2013**, ss. 287- 298.
- MANAVGAT Çağlar, “Halka Açık Anonim Ortaklık Tanımı Bakımından Kitle Fonlaması”, **Prof. Dr. Sabih Arkan’a Armağan**, Oniki Levha, İstanbul 2019, ss. 765- 786.
- MATTHEW Anne, “Crowd- Sourced Equity Funding: The Regulatory Challenges of Innovative Fintech and Fundraising”, **University of Queensland Law Journal Vol. 36(1) Year: 2017**, ss. 42- 71.
- MEMİŞ Tekin / TURAN Gökçen, **Sermaye Piyasası Hukuku**, 4. Baskı, Seçkin, Ankara, 2019.
- ÖZ Turgut, “Limited Ortaklıkta Pay Kavramı ve Payın Devri”, **İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Mecmuası Cilt. 52 Sayı 1-4 Yıl: 1987**, ss. 345- 386.
- PEHLİVANOĞLU Murat Can, “Devletin Ekonomik Hayata Fiyatlar Yönünden Müdahalesi”, **İstanbul Barosu Dergisi Cilt 89 Sayı 1 Ocak 2015** ss. 223- 234.

PEHLİVANOĞLU Murat Can, “Involuntary Dissolution: Theory and Operation in Publicly Traded Corporations”, **Annual Survey of International and Comparative Law** Vol. 23 Issue 1 Year: 2019, ss. 1- 18.

Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (Regulation Crowdfunding), <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52018PC0113>, E.T.: 11/02/2020.

PULAŞLI Hasan, **Yeni Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Ankara, Adalet, 2012.

PULAŞLI Hasan, **Şirketler Hukuku Genel Esaslar**, Adalet, Ankara 2020.

ŞENER Oruç Hami, **Yargıtay Kararları Işığında Limited Ortaklıklar Hukuku**, Ankara, Seçkin 2017.

TEKİNALP Ünal, **Yeni Anonim ve Limited Ortaklıklar Hukuku ile Tek Kişi Ortaklığının Esasları**, Seçkin, 2. Baskı, İstanbul 2011.

TEKİNALP Ünal / ÇAMOĞLU Ersin, **Sermaye Piyasası Hukukunun Temel İlkeleri ve Gerekçeli Sermaye Piyasası Kanunu**, Seçkin, 2. Baskı, İstanbul 2018.

The World Bank, **Doing Business 2020**, <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/32436/9781464814402.pdf>, E.T.: 09/04/2020

TUNCER Selahattin, **Türkiye’de Sermaye Piyasası**, İstanbul, Okan 1985.

WONG Wong et. al., **Company Law: An Interactive Approach** 2. Ed., Wiley, Singapore, 2020.

ÜNAL Kürşat, “Sermaye Piyasası Araçlarının Kaydileştirilmesi”, **Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Cilt 5 Sayı: 2 Yıl 2001, ss. 225- 270.

YANLI Veliye, “Sermaye Piyasası Aracı ve Yatırım Sözleşmesi Kavramı”, **BATIDER** 2016 C. XXII Sa. 3, ss. 5-35.