

# Startup Yatırımları

Yatırımcı ve Girişimcinin  
El Kitabı

Merhaba,

Bu el kitabını, startup ekosisteminin dinamik dünyasında kuruculara, melek yatırımcılara, girişim sermayesi fon yatırımcılarına ve startuplar ile doğrudan işbirliği geliştirmek veya onlara yatırım yapmayı arzulayan şirketlere rehberlik etmek amacıyla hazırladık. Girişimcilik yolculuğunda karşılaşılan zorluklara çözümler sunarken, yatırımcılara da startup'ların potansiyelini doğru değerlendirebilmeleri için gerekli araçları sağlamayı hedefledik.

Finansal ve stratejik kararların alınmasından, yatırımcı görüşmelerine hazırlanmaya kadar her aşamada bu kitap startup kurucularına ve ekiplerine rehberlik edecek bir kılavuz olacaktır.

Kurucular için yatırım süreçlerini anlamak, finansal planlama yapmak ve sürdürülebilir bir büyüme stratejisi oluşturmak için anahtar performans göstergeleri (KPI'lar) ve metrikleri ele alıyoruz. Ayrıca, yatırımcı sunumlarından, due diligence incelemelerine, sözleşmelerin müzakeresinden kapanış gününe kadar kapsamlı bilgiler sunarak yatırım süreçlerinin her adımında karşılaşılabileceğiniz hukuki terimler ve mekanizmaları anlamanıza yardımcı olacağını umuyoruz.

Şirketler ve yatırımcılar için ise startup'lara yatırım yapmanın nüanslarını ele alırken, değerlendirme süreçlerini, risk yönetimini ve başarılı yatırımın anahtar bileşenlerine değindik.

Bu projeye başlarken amacımız, startup ekosisteminin iki önemli oyuncusu olan kurucular ve yatırımcılar için başarıya giden yolda sağlam bir zemin hazırlamak ve startup dünyasının kendine has jargonunda kullanılan ürkütücü terimlerini açık ve anlaşılır bir şekilde çözümlenmekti. Kitapta, teorik bilgilerin yanı sıra, pratikte de işinize yarayacak ipuçları ve tavsiyeler bulacaksınız. Böylece, hem kurucuların hem de yatırımcıların karşılaşılabileceği zorluklara karşı bilinçli ve hazırlıklı olmalarını sağlamayı amaçlıyoruz.

Startup dünyasında yolculuğunuza bu kitapla bir adım önde başlayın. İnovasyonun sınırlarını zorlayan fikirlerinizle ve akıllı yatırımlarınızla geleceği şekillendirin.

## Tanımlar

<b>Ara Dönem</b>	İmza tarihi ile kapanış günü arasında geçen süre.
<b>Anahtar Performans Göstergesi</b> <b>Key Performance Indicator (KPI)</b>	Bir şirketin başarısını ölçmek için kullanılan gösterge.
<b>Aylık Tekrarlayan Gelir</b> <b>Monthly Recurring Revenue (MRR)</b>	Abonelik iş modelinde aylık olarak tahmin edilebilir gelir.
<b>Birlikte Satışa Zorlama Hakkı</b> <b>Drag Along</b>	Üçüncü taraf bir alıcı tarafından şirketin büyük ortağına şirket payları için teklif yapılması halinde büyük ortağın azınlık ortağın paylarını da üçüncü kişiye satmaya zorlayabilme hakkı.
<b>Birlikte Satma Hakkı</b> <b>Tag Along</b>	Üçüncü taraf bir alıcı tarafından büyük ortağa paylarının devri için bir teklif yapılması halinde, azınlık ortağa kendi paylarını da aynı koşullarda satma hakkı veren mekanizmadır.
<b>Brüt Kâr Marjı</b>	Ürün veya hizmet satışından elde edilen gelirden satışların maliyetinin çıkarılmasıyla elde edilen brüt kârın, toplam satışlara oranını ifade eder.
<b>Çıkış Yapmak</b> <b>Exit</b>	Bir girişimcinin girişimini satması veya mevcut payını elden çıkarmasıdır.
<b>Emisyon Primi</b>	Sermaye artırımını esnasında payın itibari değerinden daha yüksek değerle ihraç edilmesi halinde, itibari değer ile satış bedeli arasındaki farktır.
<b>Gelir Artış Oranı</b> <b>Revenue Growth Rate (RGR)</b>	Belirli bir zaman diliminde gelirdeki yüzdesel artışı ölçer.
<b>Kapanış Günü</b>	Yatırımın hukuki ve fiili olarak yapıldığı tarih.
<b>Kullanıcı Tutma Oranı</b> <b>Customer Retention Rate (CRR)</b>	Kullanıcıların belirli bir dönemde ürünü kullanmaya devam etme oranı.
<b>Müşteri Edinme Maliyeti</b> <b>Customer Acquisition Cost (CAC)</b>	Yeni müşteriler kazanmak için harcanan ortalama maliyet.
<b>Müşteri Kaybı Oranı</b> <b>Churn Rate</b>	Belirli bir dönem içinde kaybedilen müşteri yüzdesini gösterir.
<b>Nakit Akış Süresi</b> <b>Runway</b>	Bir şirketin mevcut nakit akışıyla ne kadar süre daha operasyonlarını sürdürebileceğini gösterir.
<b>Net Kâr Marjı</b>	Şirketin tüm giderler düşüldükten sonra elde ettiği net kârın toplam satışlara oranını ifade eder.

<b>Niyet Mektubu</b> <b>Term Sheet</b>	Bir tarafta potansiyel yatırımcı, diğer tarafta girişimcinin muhtemel bir yatırım hakkında görüşmeye başladıklarını belgeleyen ve bu görüşmelerin imza ve daha sonra kapanış ile sonuçlanması için temel şartları düzenleyen çoğunlukla bağlayıcı olmayan sözleşmedir.
<b>Önemli Değişiklik Maddesi</b> <b>Material Adverse Change Clause</b>	Kapanıştan önce startup'ı etkileyen önemli bir değişiklik olması halinde yatırımcıya kapanıştan vazgeçme hakkı veren madde.
<b>Özsermaye Kârlılığı</b> <b>Return on Equity (ROE)</b>	Bir şirketin özkaynaklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir.
<b>Pazar Penetrasyon Oranı</b> <b>Market Penetration Rate</b>	Ürün veya hizmetin ilgili pazardaki hedef müşteri kitlesinde ulaştığı oranı ifade eder.
<b>Pay Sahipleri Sözleşmesi</b> <b>Shareholders Agreement (SHA)</b>	Yatırım işleminin şartlarını ve tarafların hak ve yükümlülüklerini düzenleyen temel sözleşmedir.
<b>Sunum Dosyası</b> <b>Pitch Deck</b>	Potansiyel yatırımcılara, iş planı, ürünler ve hizmetler hakkında genel bir bakış sunan sunumdur.
<b>Yanma Oranı</b> <b>Burn Rate</b>	Şirketin belirli bir dönemde ne kadar nakit harcadığını gösterir.
<b>Yatırım Getirisi</b> <b>Return on Investment (ROI)</b>	Bir yatırımın ne oranda getiri sağladığını gösterir.
<b>Yıllık Tekrarlayan Gelir</b> <b>Annual Recurring Revenue (ARR)</b>	Bir şirketin yıllık olarak elde ettiği ve tekrarlayan gelir miktarını gösterir.

---

## Kısaltmalar

<b>ARR</b>	Annual Recurring Revenue / <i>Yıllık Tekrarlayan Gelir</i>
<b>CAC</b>	Customer Acquisition Cost / <i>Müşteri Edinme Maliyeti</i>
<b>CRR</b>	Customer Retention Rate / <i>Müşteri Tutma Oranı</i>
<b>M&amp;A</b>	Mergers & Acquisitions / <i>Birleşmeler &amp; Devralmalar</i>
<b>MAC</b>	Material Adverse Change / <i>Önemli Olumsuz Değişiklik</i>
<b>MRR</b>	Monthly Recurring Revenue / <i>Aylık Tekrarlayan Gelir</i>
<b>NDA</b>	Non-Disclosure Agreement / <i>Gizlilik Sözleşmesi</i>
<b>KPI</b>	Key Performance Indicator / <i>Anahtar Performans Göstergesi</i>
<b>RGR</b>	Revenue Growth Rate / <i>Gelir Artış Oranı</i>
<b>ROE</b>	Return on Equity / <i>Öz Sermaye Kârlılığı</i>
<b>ROI</b>	Return on Investment / <i>Yatırım Getirisi</i>
<b>SHA</b>	Shareholders Agreement / <i>Yatırım ve Pay Sahipleri Sözleşmesi</i>

## İçindekiler

Yatırım Öncesi Hazırlık Aşaması	06	Yatırım Sürecinde Karşınıza Çıkacak Sözleşmeler	26
Yatırım Görüşmeleri	16	Yatırım Sözleşmelerinde Karşınıza Çıkacak Kavramlar	28
Yatırım Aşaması	19	İmzalar Atıldı. Peki, ya Şimdi?	34
Şirket İncelemesi	23		



# Yatırım Öncesi Hazırlık Aşaması

- İşin Temelleri
- Anahtar Performans Göstergeleri (KPIs) ve Metrikler



# Yatırımcı Öncesi Hazırlık Aşaması

## İşin Temelleri



### İş Planı

Detaylı ve kapsamlı bir iş planı hazırlayın. Vizyonunuz, misyonunuz ve hedefleriniz net olmalı. Ürün veya hizmetinizin farkını ve değer önerisini açıkça belirtin.



### Pazar Araştırması / Rekabet Analizi

Hedef pazarınızı ve müşteri segmentlerinizi derinlemesine analiz edin. Rakiplerinizi ve piyasadaki konumunuzu iyi analiz edin, güçlü ve zayıf yönlerinizi bilin.



### Finansal Projeksiyonlar

Gelir, gider ve kârlılık projeksiyonlarınızı ayrıntılı şekilde oluşturun. Yatırımcılara, yapacakları yatırımın nasıl bir geri dönüş sağlayacağını somut verilerle gösterin.

## Anahtar Performans Göstergeleri (KPIs) ve Metrikler

Bir startup'ın başarılı olması için sadece yenilikçi bir ürün geliştirmeniz ve piyasaya sürmeniz yeterli değildir; aynı zamanda işinizi sürdürülebilir bir şekilde büyütmenizdir. Her karar, girişiminizin geleceğini şekillendirir. Bu nedenle veri odaklı karar almak kritik öneme sahiptir. Doğru metriklerin izlenmesi ve analiz edilmesi, startup'ınızın başarısını artırmada hayati bir rol oynar. Bu bağlamda, anahtar performans göstergeleri (KPI'lar), ilerlemeyi ölçmenin ve stratejileri doğrulamanın somut bir yoludur.

Startup dünyasında hız kritik bir faktördür. Kurucular, onları KPI'larına yaklaştıran metriklerin peşinden gitmeli ve süratle ölçeklenebilir hale gelmeyi hedeflemelidir. Piyasaya ne kadar hızlı girilirse, o kadar çabuk gelir elde edilir ve bu gelir, projeye yatırılarak dış sermaye bağımlılığı azaltılabilir. Yavaş hareket etmek, daha fazla para harcamak ve rakiplerin projeyi kopyalaması riskinin artmasına yol açar.

Elbette hızın yanı sıra, doğru yöne gitmek de önemlidir. Bu nedenle KPI hedeflerinin doğru belirlenmesi, bir startup'ın başarısında büyük bir rol oynar.

Başarılı bir startup kurmak için her metriği optimize etmek gerekmez; önceliklendirmeyi doğru yapmak yeterlidir.

**Startup kurucuları, hedeflerini belirlemek için iki farklı yol izleyebilirler:**

### 1. Yukarıdan aşağıya yaklaşım

#### (Top-Down approach):

Hedefin gerçekleştirilmek istendiği tarih belirlenir ve bu hedefe ulaşmak için geri sayım yöntemi kullanılır.

### 2. Aşağıdan yukarıya yaklaşım

#### (Bottom-Up approach):

Yakın zamanda nelerin gerçekleştirilebileceği dürüstçe değerlendirilir ve bu değerlendirmeye dayanarak hedefin gerçekleştirilme tarihi belirlenir.

Her iki yaklaşımın da dönemsel olarak uygulanması, hedeflerin hem gerçekçi ve ulaşılabilir hem de iddialı olmasını sağlar.

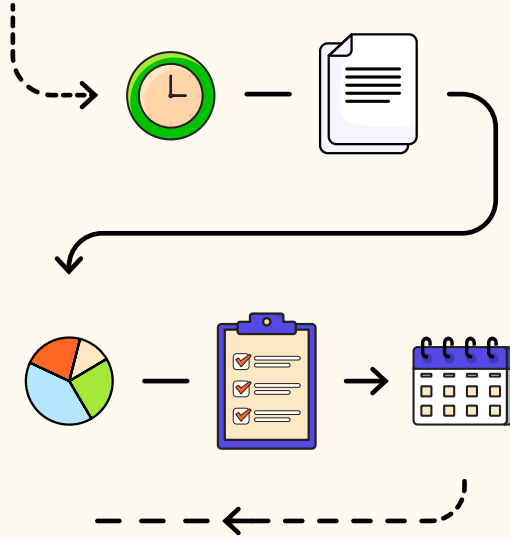
## Doğru Anahtar Metrikler Nasıl Seçilir?

### 1. Öncelikli hedefleri belirleme:

İlk olarak, startup'ın başarmak istediği öncelikli hedefler belirlenmelidir. Birincil metrik, startup'ın iş yapıp yapmadığını gösteren metriktir. Çoğu startup için bu metrik, Gelir Artış Oranı (*Revenue Growth Rate*) olabilir.

### 2. İkincil metrikler:

Bu metrikler, doğru yönde ilerlendiğinden emin olmak için izlenir. *Örneğin*, Müşteri Tutma Oranı (*Customer Retention Rate*) ve Müşteri Kayıp Oranı (*Churn Rate*) ikincil metriklere örnektir.



### 3. Gösteriş metriklerinden (*vanity metrics*) kaçınin:

Gösteriş metrikleri, kuruculara kendilerini iyi hissettiren ancak işin gelişimi açısından önemli veriler sağlamayan metriklerdir. *Örneğin*, web sitesi ziyaretçi sayısını izlemek bir gösteriş metriğidir çünkü ziyaretçilerin gerçekten ürünle veya hizmetle ilgilenip ilgilenmediği hakkında güvenilir bilgi vermez.

### 4. Ekip içi uyum:

Belirlenen metriklerin tanımları üzerinde ekipçe anlaşılmalı ve bu tanımlara sadık kalınmalıdır. *Örneğin*, "aktif kullanıcı" tanımı, ürünü her gün, her hafta veya ayda iki kez kullanan kişi olarak tanımlanabilir.

### 5. Uygulanabilirlik:

Seçilen metriklerin uygulanabilir olduğundan emin olunmalıdır. KPI'lar sadece bir sayı olarak görülmemeli, belirli eylemlerle değiştirilebilecek veya geliştirilebilecek veriler olmalıdır. Metriklerin etkinliğini değerlendirmek için onları sektör standartlarıyla karşılaştırmak iyi bir yöntemdir.

### 6. Genel stratejiniz ile uyum sağlayın:

Metriklerin startup'ın genel stratejisiyle uyumlu olması gereklidir. Metrikler, karar mekanizmalarının tek dayanağı olmamalı, startup'ın genel stratejisi ve diğer faktörlerle birlikte değerlendirilmelidir.

### 7. Hızlı ve esnek olun:

Kararsızlığa yer verilmemeli, hızlı hareket edilmelidir. En kötü senaryoda dahi, hızlı hareket edip, aksiyon almak ve günün şartlarına göre esneyebilmek önemlidir.



- Metrikler sorunlarınızı tespit etmenize de yarar. Unutmayın çözüm bulmak için önce teşhisi doğru koymalısınız.
- Kendinize metriklerle ilgili hedef belirleyin.
- Birinci günden bütün metrikleri kullanmanıza gerek yok. En faydalı olan dört, beş tanesi ile başlayın.

KPI'lar ve anahtar metrikler, startup'ınızın performansını objektif bir şekilde değerlendirme fırsatı sunarken, bu bilgiler yatırımcılara sunacağınız pitch deck ve yatırımcı sunumlarının da temel taşlarını oluşturur. Bu metrikler, şirketinizin finansal durumunu, büyüme potansiyelini ve operasyonel verimliliğini net bir şekilde gösterir.



Yatırımcı sunumunuzda, bu KPI'ları ve metrikleri etkili bir şekilde sergileyerek, startup'ınızın değerini güçlü bir şekilde ifade edebilir ve yatırımcıların güvenini kazanabilirsiniz.

### **Aylık Tekrarlayan Gelir (Monthly Recurring Revenue)**

Aylık Tekrarlayan Gelir (*Monthly Recurring Revenue* - MRR), mevcut müşterilerinizden elde ettiğiniz sürekli aylık geliri gösterir. MRR'yi anlamak ve izlemek, işinizin sağlamlığını ve büyümeye hazır olduğunu yatırımcılara göstermek için kritik öneme sahiptir. Yatırımcılar için MRR, şirketinizin büyüme potansiyelini ve mali sağlığını değerlendirmenin temel yollarından biridir.

MRR'yi hesaplamak için, tüm aktif abonelerinizin aylık ücretlerini toplamanız yeterlidir. Daha derinlemesine bir analiz için Net MRR (Yeni MRR + Genişleme MRR - Daralma MRR - Kayıp MRR) gibi alt bileşenler de dikkate alınmalıdır. Bu analiz, gelir artışını ve müşteri kaybını daha ayrıntılı bir şekilde izlemeyi sağlar.

MRR, sadece geliri değil, aynı zamanda müşteri sadakatini de yansıtır. Düzenli ve tekrarlayan gelir akışının yanı sıra müşteri memnuniyetini ve bağlılığını da ölçmek için MRR kritik bir metriktir. Bu nedenle, MRR'yi düzenli olarak izlemek ve analiz etmek, startup'ların uzun vadeli başarısı için büyük önem taşır.



- **Aylık büyüme oranınızı ve müşteri davranışlarını analiz etmek için MRR trendlerini izleyin. MRR trendleri, işletmenizin performansını sürekli olarak değerlendirmenizi sağlar. Bu trendler, hangi dönemlerde büyüme yaşandığını veya duraklama olduğunu belirleyerek stratejik kararlar almanıza yardımcı olabilir.**

- **MRR'yi artırmanın en etkili yollarından biri mevcut müşterilere upsell yapmaktır. Mevcut müşterilere ek hizmetler veya premium planlar sunarak MRR'yi artırabilirsiniz. Upsell stratejileri, müşteri başına geliri artırırken aynı zamanda müşteri memnuniyetini ve bağlılığını da güçlendirir.**
- **Düşük MRR büyümesi, potansiyel müşteri kaybının veya pazar doygunluğunun bir işareti olabilir. Düşük MRR büyümesi, startup'ın belirli zorluklarla karşı karşıya olduğunun bir göstergesi olabilir. Bu durum, müşteri kaybı (*churn rate*) oranının yüksek olduğunu veya mevcut pazarınızın doyduğunu işaret edebilir. Böyle bir durumda, yeni müşteri kazanma stratejileri geliştirmek veya yeni pazarlara açılmak gibi çözümler düşünülebilir.**

### **Yıllık Tekrarlayan Gelir (Annual Recurring Revenue)**

Abonelik tabanlı iş modellerine sahip startup'lar için Yıllık Tekrarlayan Gelir (*Annual Recurring Revenue* - ARR), düzenli gelir akışını belirlemeye yardımcı olur. ARR, bir startup'ın finansal sağlığını ve büyüme potansiyelini anlamak için önemli bir göstergedir. Aynı zamanda gelecekteki gelir projeksiyonlarını ve büyüme stratejilerini planlamak için de önemli bir araçtır.

ARR hesabı, yıllık abonelik gelirleri, aylık gelirlerin on iki ile çarpılması veya her müşteri segmenti için yıllık sözleşme değerlerinin toplamının bulunması ile yapılır.

Tek seferlik satışlar veya değişken gelirler ARR hesaplamasına dahil edilmez; sadece düzenli ve tekrarlayan gelirler dikkate alınır.

ARR, sadece gelir artışını değil, aynı zamanda müşteri kaybını (*churn*) da izleyerek iş modelinin sürdürülebilirliğini ölçer. Bu nedenle, ARR'yi düzenli olarak izlemek ve analiz etmek, startup'ların uzun vadeli başarısı için büyük öneme sahiptir.



- **ARR, özellikle yatırımcıların bir startup'ın uzun vadeli sürdürülebilirliğini ve kârlılığını değerlendirmelerinde anahtar rol oynar.**
- **Düşük *churn* oranları yüksek ARR büyümesine işaret eder; bu da yatırımcılar için büyük bir güvence sağlar. Churn oranının düşük olması, müşteri sadakatinin ve memnuniyetinin yüksek olduğunu gösterir. Bu, sadece ARR'yi artırmakla kalmaz, aynı zamanda yatırımcılara startup'ın müşteri tabanını koruyup genişletebileceği konusunda güven verir.**
- **Birçok startup, ARR hesaplamasında müşterilere sağlanan ek hizmetlerden elde edilen gelirleri de dahil ederek toplam değeri artırabilir. Ancak, bu ek gelirlerin düzenli ve tekrarlayan nitelikte olması gerekmektedir. Müşterilere sunulan premium hizmetler veya upsell fırsatları, ARR'yi yükseltmek için etkili stratejiler olabilir. Bu, yatırımcıların startup'ın inovatif ve müşteri odaklı bir yaklaşıma sahip olduğunu görmelerini sağlar.**

### Gelir Artış Oranı (Revenue Growth Rate)

Başarıya giden yolda gelir artış hızınızı doğru hesaplamazsanız, yatırımcıların ilgisini çekmeniz zor olabilir! Gelir Artış Oranı, belirli bir zaman diliminde gelirdeki yüzdesel artışı ölçen kritik bir metriktir. Yatırımcılar için, şirketinizin büyüme potansiyelini anlamak adına bu gösterge hayati önem taşır.

#### Gelir Artış Oranı şu şekilde hesaplanır:

**ŞDG:** Şu anki Dönem Geliri

**ÖDG:** Önceki Dönem Geliri

$$\text{Gelir Artış Oranı} = \frac{(\text{ŞDG} - \text{ÖDG})}{\text{ÖDG}} \times 100$$

Bu formül, net büyüme oranını gösterir ve farklı dönemler arasındaki performansı karşılaştırabilmenizi sağlar.

Bu metriği düzenli olarak takip ederek büyüme stratejilerinizin etkili olup olmadığını değerlendirebilirsiniz. Revenue Growth Rate, sadece satış artışıyla değil, aynı zamanda maliyet optimizasyonu ve müşteri sadakatiyle de doğrudan ilişkilidir. Yüksek bir büyüme oranı, etkili pazarlama ve satış stratejilerinin yanı sıra maliyet yönetimi ve müşteri memnuniyetinin de göstergesi olabilir.



- **Mevcut müşterilere daha fazla ürün veya hizmet satmak:** Ürün veya hizmet çapraz satışları ve müşterilere sunulan *upsell* fırsatları, Gelir Artışı'nda önemli bir rol oynayabilir.
- **Pazarlama Verimliliğini Artırmak:** Beklenmedik bir şekilde, bazı şirketler pazarlama harcamalarını azaltarak bile gelir artış oranını artırabilir. Bu, özellikle daha yüksek ROI sağlayan kanallara odaklanarak ve gereksiz harcamaları kısarak mümkündür.

- **Müşteri Sadakatini Artırmak:** Düzenli müşterilerin elde tutulması ve onlara değerli hissettirilmesi, uzun vadede gelir artışını destekler ve şirketin genel büyüme hızını iyileştirir.

## Runway

Runway, bir şirketin mevcut nakit akışıyla ne kadar süre daha operasyonlarını sürdürebileceğini gösteren metriktir. Bu metrik, yatırımcıların bir startup'ın hayatta kalma şansını değerlendirmeleri açısından büyük önem taşır. Runway süresi genellikle aylık giderlerin mevcut nakit bakiyesine bölünmesiyle hesaplanır.

Runway hesaplamasında hem sabit giderler hem de değişken giderler dikkate alınmalıdır. Yatırımcılar, genellikle startup'ların en az on iki - on sekiz ay sürecek bir runway'e sahip olmalarını tercih eder. Runway'i uzatmak için giderleri azaltmak, gelirleri artırmak ve yeni finansman kaynakları yaratmak gerekir.

Bazı startuplar, beklenmedik giderler için ekstra bir tampon olarak da 'runway' oluştururlar. Beklenmedik durumlar için ayrılan bu bütçe, zor zamanlarda nakit akışınızı korumanıza yardımcı olur.

Runway süresi sadece hayatta kalma değil, aynı zamanda büyüme ve ölçeklenme stratejileri için de büyük öneme sahiptir. Uzun bir runway piyasada kalıcı olma ve rekabet avantajı elde etme şansınızı artırır. Bu süre zarfında, stratejik yatırımlar yaparak ve pazar pozisyonunuzu güçlendirerek büyüme fırsatlarını değerlendirebilirsiniz.



### İpuçları

**Runway'inizi hesapladıktan sonra, bu süreyi ikiye katlamak için stratejik hamleler yapabilirsiniz. Başarılı bir finansal strateji, sadece maliyetleri kontrol altında tutmakla kalmaz, aynı zamanda gelir akışlarınızı da maksimize eder.**

- **Maliyet Kontrolü:** Giderlerinizi düzenli olarak gözden geçirin ve gereksiz harcamaları azaltın. Operasyonel verimliliği artırarak ve iş süreçlerini otomatikleştirerek maliyetleri düşürmeyi hedefleyin.

- **Gelir Artışı:** Mevcut müşteri tabanınızdan daha fazla gelir elde etmek için çapraz satış veya upsell fırsatları yaratın. Aynı zamanda, yeni müşteri segmentleri keşfetmek ve pazarınızı genişletmek için pazar araştırması yapın.

- **Finansman Kaynaklarını Çeşitlendirme:** Yatırımcılardan ek fonlar toplamak, hibe programlarına başvurmak veya stratejik ortaklıklar kurarak yeni finansman kaynakları araştırın.

## Müşteri Kaybı Oranı (Churn Oranı)

Müşteri kaybı oranı, özellikle abonelik tabanlı iş modellerinde takip edilmesi gereken bir metriktir. Düşük bir Müşteri Kaybı Oranı, müşteri memnuniyeti ve sadakatinin yüksek olduğunu gösterir. Yüksek bir Müşteri Kaybı Oranı ise genellikle ürün veya hizmet kalitesinde, müşteri hizmetlerinde veya fiyatlandırmada sorunlara işaret eder.

Müşteri Kaybı Oranı, dönem başındaki toplam müşteri sayısından dönem sonundaki toplam müşteri sayısını çıkararak ve bu sayıyı dönem başındaki toplam müşteri sayısına bölerek bulabilirsiniz.

*Örneğin,* Ocak ayında 100 müşteriniz var ve Şubat ayında 90 müşteriniz kaldıysa, Müşteri Kaybı Oranınız %10'dur.

Yüksek Müşteri Kaybı Oranlarının şirket büyümesini ciddi şekilde yavaşlatabileceği ve hatta işletmenin

kapanmasına yol açabileceği bilinmektedir. Bu nedenle, Müşteri Kaybı Oranının düzenli olarak izlenmesi ve azaltılması için stratejiler geliştirilmesi büyük önem taşır.

**Churn oranının düzenli olarak izlenmesi ve azaltılması için stratejiler geliştirilmesi büyük önem taşır. Müşteri geri bildirimlerini toplamak, müşteri destek hizmetlerini iyileştirmek ve fiyatlandırma stratejilerini gözden geçirmek, Churn oranını düşürmek için etkili yöntemler olabilir.**

#### **Yanma Oranı (Burn Rate)**

Burn Rate, bir startup'ın belirli bir zaman diliminde ne kadar nakit harcadığını gösteren metriktir. Burn Rate'i doğru hesaplamak ve izlemek, bir startup'ın sürdürülebilirliğini değerlendirmeye yarar. Özellikle yatırımcılar ve kurucular için önemli bir veridir çünkü şirketin nakit rezervlerinin ne kadar sürede tükeneceğini anlamalarına yardımcı olur.

*Örneğin*, aylık giderleriniz 50.000 TL ve geliriniz 30.000 TL ise, Burn Rate'iniz 20.000 TL'dir.

*Burn Rate genellikle aylık olarak hesaplanır ve "net burn rate" ve "gross burn rate" olarak ikiye ayrılır.*

- 1. Gross Burn Rate:** Bu oran, startup'ın her ay toplamda ne kadar para harcadığını gösterir. İşletme maliyetleri, maaşlar, kira, pazarlama harcamaları ve diğer operasyonel giderler bu kategoriye dahildir.
- 2. Net Burn Rate:** Bu oran ise, startup'ın her ay ne kadar para kaybettiğini gösterir. Gelirlerden işletme maliyetleri düşülerek hesaplanır. Eğer bir startup gelir elde ediyorsa, Net Burn Rate, Gross Burn Rate'e göre daha düşük olacaktır.

Pozitif bir Burn Rate, şirketin gelirden fazla harcama yaptığını gösterir. Negatif bir Burn Rate ise şirketin gelirinin harcamalarından fazla olduğunu gösterir.

Burn Rate'i etkileyen faktörler arasında işletme giderleri, pazarlama ve reklam harcamaları, araştırma ve geliştirme maliyetleri, çalışan maaşları ve diğer operasyonel giderler yer alır.



- Yatırımcılar, Burn Rate'i değerlendirerek startup'ın mevcut finansmanı ile ne kadar süre faaliyet gösterebileceğini belirler ve bu bilgiye dayanarak yatırım kararları alır.
- Kurucular Burn Rate'i düşürmek için maliyetleri optimize etmeye çalışmalı ve gelir kaynaklarını artırmalı veya yeni yatırım turları için hazırlık yapmalıdır.
- Burn Rate çok yüksekse, yatırımcılar startup'ın sürdürülebilirliğini sorgulayabilir. Düşük Burn Rate, startup'ın verimli çalıştığını ve kaynaklarını iyi yönettiğini gösterir.
- Burn Rate'in yüksek olması her zaman kötü bir gösterge değildir. Büyüme aşamasında olan ve agresif bir şekilde pazara giren startup'lar için yüksek Burn Rate beklenebilir. Ancak bu durumun sürdürülebilir olması için güçlü bir gelir modeli ve yatırımcı desteği şarttır.

#### **Müşteri Tutma Oranı (Customer Retention Rate)**

Müşteri Tutma Oranı (*Customer Retention Rate - CRR*), bir startup'ın mevcut müşterilerini belli bir süre zarfında tutma başarısını ölçen metriktir. CRR, özellikle yeni müşteri kazanma maliyetlerinin yüksek olduğu sektörlerde finansal açıdan kritik öneme sahiptir. CRR, startup'ın müşteri memnuniyetini ve sadakatini anlamasına da yarayan bir göstergedir.

**CRR genellikle aşağıdaki şekilde hesaplanır:**

**DEM:** Belirli Bir Dönem Sonunda Elde Tutulan Müşteri

**DYM:** Aynı Dönem İçinde Kazanan Yeni Müşteri

**DTM:** Dönem Başındaki Toplam Müşteri

$$CRR = \frac{(DEM - DYM)}{DTM} \times 100$$

CRR'nin izlenmesi, müşteri ilişkileri yönetimi (CRM) stratejilerini optimize etmeye yardımcı olur.

CRR'nin yüksek olması, startup'ın müşteri tabanını koruduğunu gösterir ve bu da genellikle şirketin müşteri hizmetleri, ürün kalitesi ve müşteri memnuniyeti konularında başarılı olduğunu işaret eder.

Startup'lar, CRR'yi artırmak için müşteri deneyimini geliştirmeye, kişiselleştirilmiş hizmetler sunmaya ve müşteri geri bildirimlerini dikkate alarak iyileştirmeler yapmaya odaklanmalıdır.

CRR'nin düşmesi, müşterilerin memnun olmadığını veya rekabetçi tekliflere yöneldiğinin göstergesi olabilir. Bu nedenle, işletmeler düzenli olarak CRR'yi izlemeli ve gerektiğinde stratejilerini yeniden değerlendirmelidir.



- **CRR'nin artırılması, uzun vadeli kârlılığı ve sürdürülebilir büyümeyi destekler.** Ortalama bir şirket, müşteri kayıplarını %5 oranında azaltarak kârını %25-95 arasında artırabilir.
- **Müşteri sadakat programları ve düzenli müşteri etkileşimleri CRR'yi olumlu yönde etkiler.** Sadakat programları, CRR'yi %30'a kadar artırabilir.
- **Yeni müşteriler kazanmak kadar mevcut müşterileri elde tutmak da çok önemlidir.** CRR'nizi optimize etmek için sık sık müşteri memnuniyeti anketleri

**yapabilir ve CRM stratejilerinizi gözden geçirebilirsiniz.**

### **Müşteri Edinme Maliyeti (Customer Acquisition Cost)**

Müşteri Edinme Maliyeti (*Customer Acquisition Cost* - CAC), bir müşteriyi kazanmak için yapılan toplam harcamaları ifade eder. Genellikle, pazarlama ve satış giderlerinin toplamının, elde edilen müşteri sayısı ile bölünmesiyle hesaplanır. Yeni müşteri kazanmanın maliyetini bilmek başarılı bir girişim için olmazsa olmazlardan. Bu maliyeti bilmeden yatırımcının önüne çıkmak, büyük bir stratejik hata olur!

Düşük bir CAC yatırımcılar için oldukça çekicidir, çünkü bu durum, müşteri kazanmak için fazla harcama yapılmadığını gösterir. Ancak, CAC'yi değerlendirirken, müşterilerin getirdiği uzun vadeli değer (*Lifetime Value* - LTV) ve müşteri sadakati gibi faktörler de göz önünde bulundurulmalıdır. Dolayısıyla yüksek bir CAC, yüksek yaşam boyu değer (LTV) ile dengeleniyorsa olumsuz bir durumdan söz etmek doğru olmaz. Etkili bir müşteri edinme stratejisi, sadece düşük maliyetle değil, aynı zamanda yüksek kaliteli ve sadık müşterileri kazanmayı hedeflemelidir.



- **Pazarlama maliyetlerini ayrıntılı bir şekilde analiz edin:** Dijital reklamlar, içerik üretimi, SEO çalışmaları ve etkinliklere yapılan yatırımların etkinliğini değerlendirin. Her bir pazarlama kanalının getirdiği müşteri sayısını ve maliyetini takip ederek, en yüksek Return on Investment (ROI) sağlayan kanallara odaklanın.
- **Satış giderlerini göz önünde bulundurun:** Satış ekibi maaşları, satış yazılımı kullanımı ve eğitim maliyetleri gibi doğrudan satışla ilgili giderleri hesaba katın. Bu giderlerin, genel müşteri

edinme maliyetine olan etkisini anlamak, daha verimli bir bütçe yönetimi sağlar.

- **Zamanla CAC'u optimize edin:** Müşteri deneyimini iyileştirerek ve dönüşüm oranlarını artırarak maliyetleri düşürün. Müşteri deneyimini analiz edin ve süreçlerdeki zayıf noktaları giderin. A/B testleri ve kullanıcı geri bildirimleri, bu süreci desteklemek için değerli araçlardır.
- **Farklı müşteri segmentleri için CAC'lar hesaplanmalı, her bir segmentin kârlılığı analiz edilmelidir:** Her müşteri segmentinin CAC'ını ayrı ayrı hesaplayın ve kârlılık açısından değerlendirin. Bu, pazarlama ve satış stratejilerinizi daha hedef odaklı hale getirir.
- **Organik ve referans müşteri kazanımları genellikle en düşük CAC'a sahiptir:** Bu tür stratejileri geliştirmek, uzun vadede daha düşük maliyetler ve daha yüksek kârlılık sağlar. Müşteri referans programları ve SEO gibi organik büyüme yöntemlerine yatırım yapın.

## Yatırım Getirisi

### (Return on Investment)

Yatırım Getirisi (*Return on Investment* - ROI), yatırımcıların kararı verme süreçlerinde en çok değer verdikleri metriklerden biridir. ROI, bir yatırımın kârlılığını ölçmek için kullanılan kritik bir göstergedir. Bu metrik, elde edilen net getirinin yatırım maliyetine bölünmesiyle hesaplanır ve sonuç genellikle yüzde olarak ifade edilir.

**NG:** Net Getiri

**YM:** Yatırım Maliyeti

$$ROI = \frac{NG}{YM} \times 100$$

ROI, hem kısa vadeli hem de uzun vadeli yatırım performansını değerlendirmek için kullanılabilir. Doğru bir ROI analizi için, giderlerin ve kazançların tamamının dikkate alınması gerekir. Bu, çeşitli yatırım senaryolarını objektif bir şekilde kıyaslayarak daha bilinçli kararlar almanıza olanak tanır.

Ancak, yüksek bir ROI her zaman iyi anlamına gelmez; çünkü yüksek getiriler genellikle yüksek risklerle birlikte gelir. Bu nedenle, ROI hesaplamalarında risk faktörlerini de göz önünde bulundurmak önemlidir. Ayrıca, gözden kaçan gizli maliyetler sonuçları yanıltıcı hale getirebilir. Bu yüzden tam bir maliyet analizi yapılmalıdır.

**Startup'lar için ROI, sadece finansal getiriyi değil, aynı zamanda müşteri memnuniyeti ve marka değeri gibi diğer değerleri de içermelidir. Bu bütünsel yaklaşım, yatırımın gerçek değerini daha doğru bir şekilde yansıtır ve sürdürülebilir büyüme stratejilerinin geliştirilmesine yardımcı olur.**

## Özkaynak Kârlılığı

### (Return on Equity)

Girişimcilik dünyasında yatırımcıyı etkileyen en kritik metriklerden biri özkaynak kârlılığıdır.

ROE, bir şirketin özkaynaklarını ne kadar verimli kullandığını gösterir. ROE, sadece finansal performansı değil, aynı zamanda yönetim ekibinin etkinliği ile ilgili de bir veri sağlar. Bu oran şirketin net kârının özkaynaklara bölünmesiyle hesaplanır.

Yüksek bir ROE, şirketin özkaynaklarını iyi kullandığını ve kârlı bir işletme olduğunu gösterir. Bu nedenle yatırımcılar uzun vadeli yatırımlar için yüksek ROE oranına sahip şirketlere daha fazla ilgi gösterebilirler. Bununla beraber, ROE oranının düşük olması her zaman kötü yorumlanmamalıdır. Yeni yatırımlar veya genişlemelerin zaman zaman geçici olarak bu oranı düşürebileceği unutulmamalıdır.



- **Net Kârın ve Özkaynakların Doğru Hesaplanması:** ROE hesaplanırken dikkat edilmesi gereken unsurlar arasında net kârın ve özkaynakların doğru hesaplanması bulunur.
- **ROE Oranını Yükseltmek:** ROE oranını yükseltmek için şirketler kârlılıklarını artırabilir veya özkaynaklarını daha verimli kullanabilir.
- **Şirketler Arası ROE Karşılaştırması:** Farklı sektörlerdeki şirketler için ROE oranları değişebilir, bu yüzden karşılaştırmalar yaparken sektörel ortalamalar göz önünde bulundurulmalıdır.



- **Düşük Pazar Penetrasyon Oranının Nedeni:** Düşük pazar penetrasyon oranı, genellikle ürün/hizmet kalitesinden ziyade pazarlama stratejisindeki eksikliklerden kaynaklanır.
- **Düşük Pazar Penetrasyonu Oranını Yükseltme Yöntemleri:** Birçok başarılı startup, düşük penetrasyon oranını yeni pazar stratejileri ile hızla artırmıştır. Bu stratejiler arasında hedef kitleyi daha iyi tanımlamak, dijital pazarlama kanallarını etkili kullanmak ve müşteri geri bildirimlerine dayalı ürün geliştirmeleri yapmak yer alabilir.
- **Yatırımcılar Açısından Yüksek Pazar Penetrasyon Oranı:** Pazar penetrasyonu, yatırımcılar için de kritik bir değerlendirme kriteridir; yüksek oranlar yatırım çekmeyi kolaylaştırır.

### **Pazar Penetrasyon Oranı (Market Penetration Rate)**

Pazar Penetrasyon Oranı, startup'ların büyüme potansiyelini değerlendirmek için büyük öneme sahiptir. Bu metrik, ürün veya hizmetin pazarda ne kadar etkili olduğunu gösterir ve rekabet avantajı sağlar.

Pazar Penetrasyon Oranı, mevcut müşteri sayısının hedef pazar büyüklüğüne bölünmesi ile hesaplanır.

Pazar Penetrasyon Oranı, sadece mevcut müşteri tabanını anlamakla kalmaz, aynı zamanda yeni stratejiler geliştirmek için de kullanılır. *Örneğin*, yüksek bir penetrasyon oranı, güçlü bir müşteri bağlılığının ve marka farkındalığının göstergesidir.

# Yatırım Görüşmeleri

- Pitch Deck
- Sunum Dosyası





# Yatırım Görüşmeleri

## Pitch Deck - Sunum Dosyası

### Önemli KPI'lar

Gelir ile ilgili KPI'lar yatırımcıların ilgisini çekecek önemli metriklerdir. Startuplar sunumlarına bu metrikleri mutlaka eklemeli ve işletmelerinin mali performansını vurgulayarak, büyüme potansiyelini öne çıkarmalıdır. Özellikle Gelir Artış Oranı, kâr marjları ve müşteri kazanım maliyeti gibi değerler, bir startup'ın finansal sağlığının göstergesi olarak sunulmalıdır.

### İlk izlenim

Sunum, yatırımcıların startup hakkındaki ilk izlenimi oluşturur. Kısa ve etkileyici bir giriş yapmak yatırımcıların dikkatini çeker. Bunu sağlamak için startup'ın misyonunun ve çözdüğü temel problemin sunumun girişinde net bir şekilde ortaya koyulması önemlidir.

**İlk 2-3 dakika içinde güçlü bir giriş yaparak, etkileyici bir başlangıç sunun.**

### Güven İnşası

Profesyonel ve etkili bir sunum, kurucuların işlerine olan bağlılığını ve ciddiyetini gösterir. Güven inşa etmek, sadece içerikle değil, sunumun her yönüyle uyumlu ve tutarlı olmasını gerektirir.

Sunumun görsel tasarımı, kaliteli ve profesyonel olmalıdır. Kullanılan grafikler, şemalar ve slaytların tasarımı, şirketin profesyonellik düzeyini yansıtmalıdır.

Sunumun her bölümünde tutarlı bir mesaj verilmelidir. Startup'ın misyonu, vizyonu ve değerleri net bir şekilde ifade edilmeli ve sunum boyunca bu temel mesajlar pekiştirilmelidir.

Sunum yaparken kullanılan ton ve beden dili, profesyonellik ve özgüven yansıtmalıdır.

Yatırımcılarla göz teması kurmak ve açık bir ses tonu kullanmak, mesajın etkisini artırır ve dinleyicilerle daha güçlü bir bağ kurulmasını sağlar.

### Zaman Yönetimi

Sunumun farklı bölümleri için zaman sınırlamaları belirlemek zaman yönetimini kolaylaştırır. Giriş, problem/çözüm, pazar analizi, ürün/hizmet tanıtımı ve finansal bilgiler gibi ana bölümler dengeli bir şekilde planlanmalıdır. Sunum süresinin 15 dakikayı aşmaması tavsiye edilir.

**Provalar yaparak zaman yönetimini mükemmelleştirin ve anahtar noktalara odaklanın.**

Provalar sadece içeriğe değil, sunum tekniklerine de hakim olunmasını sağlar. Ayrıca, spontane durumlara karşı hazırlıklı, sakin ve kontrollü kalınmasına da yardımcı olur.

### Veri ve Analiz

İş modeli, pazar ve hedefler net bir şekilde ifade edilmelidir. Startuplar önemli verileri ve metrikleri öne çıkararak, yatırımcıların dikkatini çekebilir ve gereksiz detaylardan kaçınabilir.

**İstatistikler, grafikler ve piyasa araştırmaları kullanarak argümanlarınızı güçlendirin.**

### Etkileyici Hikaye Anlatımı

Startupların iş fikirlerini ve vizyonlarını hikayeleştirmeleri sunumlarını daha ilgi çekici kılar. Yatırımcıların empati kurabileceği, ilham alabileceği ve hatırlayabileceği anekdotlar ve örnek olaylar kullanarak bu etki yaratılabilir.

**Sunum sırasında yatırımcıların tepkilerini gözlemleyin ve gerekirse tempo ayarlaması yaparak anahtar noktalara geçiş yapın.**

### Sorun ve Çözüm

Sunum içerisinde startup'ın çözüm getirdiği ilgili pazarın karşılaştığı önemli bir sorun ele alınmalıdır. Startup, sunduğu çözümün benzersiz yönlerini detaylı bir şekilde açıklamalıdır.

### Ürün veya Hizmet

Ürünün veya hizmetin ne olduğu, nasıl çalıştığı ve piyasadaki benzerlerinden neden üstün olduğu net bir şekilde gösterilmelidir. Müşteri geri bildirimleri, ürün demosu veya case studyler sunumu güçlendirecek öğelerdir.

### Sorulara Hazırlıklı Olma

Yatırımcıların muhtemel soruları için mutlaka bir zaman ayrılmalı ve olası sorular için önceden hazırlık yapılmalıdır. Sunum sırasında sorulan sorulara hızlı ve doğru yanıtlar vermek, kurucuların konuya ve verilere olan hakimiyetini gösterir.

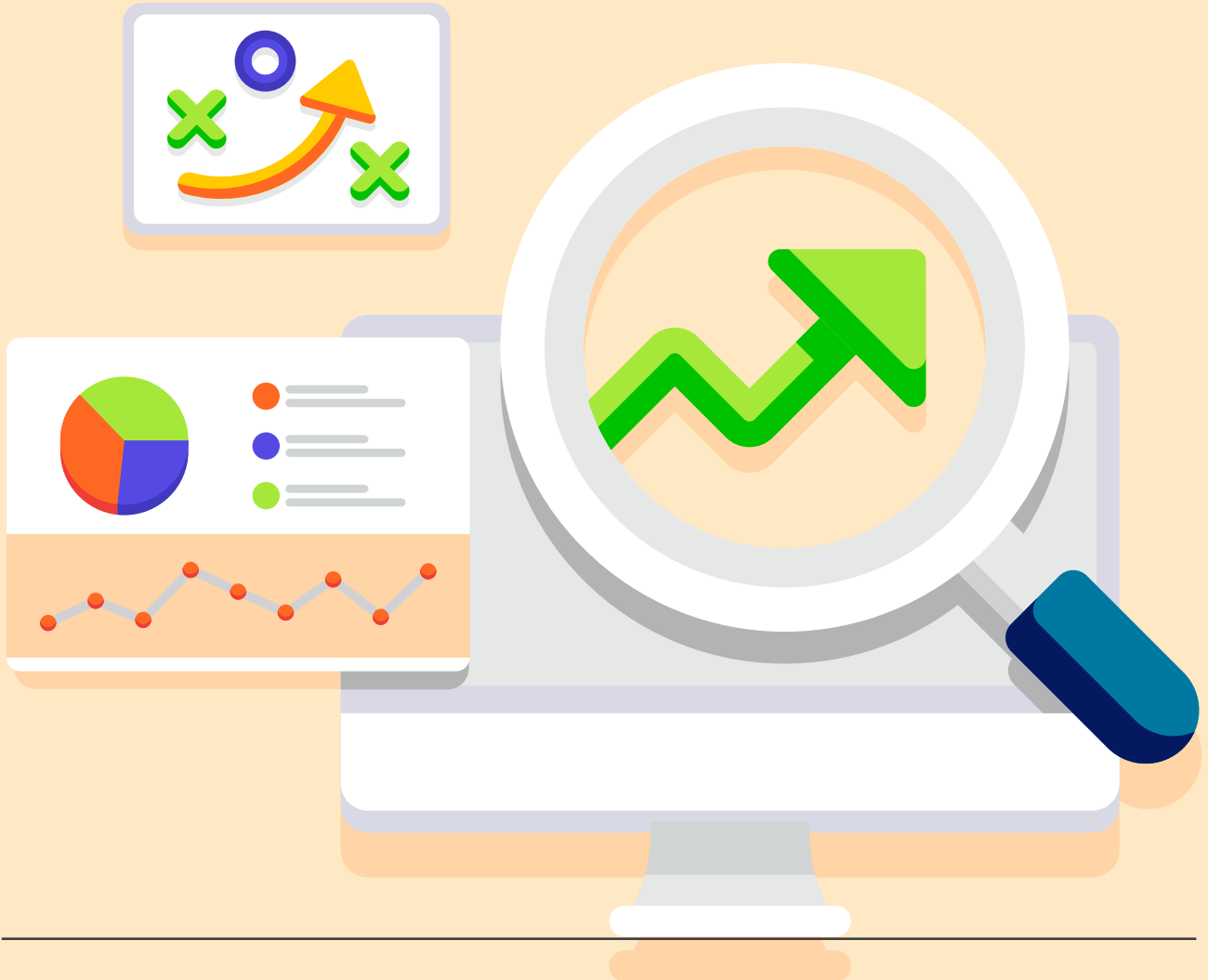


- **Duygusal Bağ Kurma:** Yatırımcılarla duygusal bir bağ kurarak onların işinize olan ilgisini ve bağlılığını artırın.
- **Yatırımcıların Motivasyonları:** Yatırımcıların finansal getiri beklentilerinin yanı sıra sosyal etki ve inovasyon gibi diğer motivasyonlarını da göz önünde bulundurun.
- **Görsel Destekler:** Görseller ve grafikler kullanarak bilgileri daha anlaşılır ve ilgi çekici hale getirin.
- **Örnek Vakalar ve Müşteri Referansları:** Mevcut müşteri başarı hikayeleri ve referanslar, yatırımcılara işinizin etkisini ve güvenilirliğini gösterir.
- **Pazar Analizi:** Hedef pazarınızın büyüklüğünü, trendlerini ve fırsatlarını detaylı verilerle destekleyin.

- **İş Modeli:** Gelir modelinizi ve kazanç stratejinizi açıkça anlatın.
- **Rekabet Analizi:** Rakiplerinizi detaylı bir şekilde analiz edin ve rekabet avantajlarınızı belirtin.
- **Ekibiniz:** Ekibinizin yeteneklerini ve deneyimlerini vurgulayarak, yatırımcılara güven verin.
- **Finansal Projeksiyonlar:** Gelecekteki büyüme ve kârlılık beklentilerinizi gerçekçi ve çekici bir şekilde sunun.

# Yatırım Aşaması

- Yatırım Turları
- Şirket Değerlendirmesi ve Yatırımcıya Verilecek Pay Oranı



## Yatırım Aşaması

### Yatırım Turları

Yatırım Turları: Halka arz dışında, tohum aşaması sonrasındaki yatırım serileri alfabetik olarak adlandırılır ve sıralanır. Her serinin, startup kurucuları ve mevcut yatırımcılar tarafından belirlenen bir hedefi vardır.

**A**

#### Seri A Yatırım

Bir startup kurucusunun genellikle kurumsal yatırımcılarla karşılaştığı ilk yatırım turudur. Bu yatırım serisinin amacı, iş ölçeğini büyüme performansı ile optimize etmektir. Seri A tipi yatırımcılar genellikle risk sermayeleridir.

**B**

#### Seri B Yatırım

Startup'ı daha kurumsal bir yapı içerisinde yapılandırmak ve daha çok pazara erişmek amacı taşır.

**C**

#### Seri C Yatırım

Ürün gamını genişletmeyi, yeni pazarlarda hizmet vermeyi, şirket satın alarak iş ölçeğini genişletmeyi veya halka arz olmadan önce değerlendirmesini arttırmayı amaçlamaktadır.

**D**

**E**

#### Seri D ve E Yatırımlar

Startups, seri C aşamasında hedefledikleri finansman ihtiyacına ulaşamamaları durumunda, seri D ve E tipi yatırımlarla bu eksikleri tamamlamayı veya halka arz öncesinde son bir hamle ile değerlemelerini arttırmayı tercih edebilirler.

### Şirket Değerlendirmesi ve Yatırımcıya Verilecek Pay Oranı

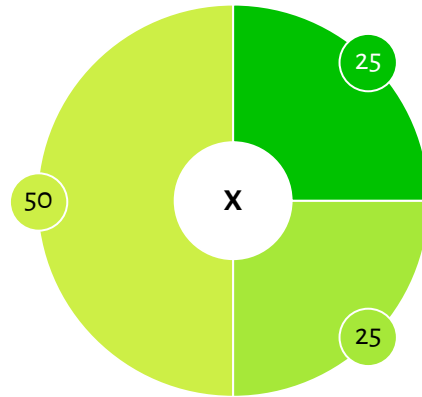
Yatırımcının startup'a yapacağı yatırım sonucu elde edeceği pay adedi ve oranının nasıl hesaplandığını anlayarak başlayalım.

#### Bir payın itibari değeri nasıl hesaplanır?

Bir şirketin kuruluş sermayesi, şirkete kuruluş anında taahhüt edilen toplam bedeli ifade eder. Türkiye'de bir anonim şirket kurmak için gerekli olan asgari sermaye bedeli (bu el kitabının hazırlandığı tarihte) 250.000 TL'dir. Şirketin kuruluş sermayesi paylara bölünür ve taahhüt ettikleri sermaye bedeli oranında kurucu ortaklara ait olur. Bir payın değeri 1 TL olabileceği gibi 100 TL de olabilir. Bir paya verilen itibari değere göre şirket sermayesinin toplam kaç paya bölüldüğü hesaplanır.

#### Örnek 1:

X Şirketi, 250.000 TL sermaye ve üç kurucu ortak (A, B ve C) ile kurulmuş bir anonim şirket. Şirketin sermayesi her biri 1 TL itibari değerli toplam 250.000 adet paya bölünmüştür.



- A:** 125.000 TL sermaye taahhüt etti.  
125.000 adet payı var ve şirketin %50 ortağı.
- B:** 62.500 TL sermaye taahhüt etti.  
62.500 adet payı var ve şirketin %25 ortağı.
- C:** 62.500 TL sermaye taahhüt etti.  
62.500 adet payı var ve şirketin %25 ortağı.

Şirkete finansman sağlamanın bir yolu şirketin sermayesinin artırılmasıdır. Şirketin sermayesinin artırılması için dışarıdan bir yatırımcının şirkete girmesi şart değildir. Sadece mevcut ortakların şirkete para koyduğu bir sermaye artırımını yapılabilir.

Sermaye artırımını yapıldığında, şirket, arttırılan sermaye bedelini taahhüt eden kişiler adına yeni paylar çıkarır ve böylece şirketin toplam pay adedi artar.

**Mevcut ortakların payları oranında katıldıkları bir sermaye artırımını sonrasında sahip oldukları pay adedi artmakla birlikte ortaklık oranları sabit kalır.**

#### **Örnek 2:**

Örnek 1'deki X Şirketi'ni kullanalım.

**Mevcut sermaye:** 250.000 TL

**Arttırılan sermaye:** 500.000 TL

**Artırım sonrası sermaye:** 750.000 TL

Bütün ortaklar payları oranında sermaye artırımına katıldı ve şirketteki ortaklık oranları değişmedi.

**A:** 250.000 TL sermaye taahhüt etti. Toplam bedeli 375.000 TL olan 375.000 payın sahibi oldu.

**B:** 125.000 TL sermaye taahhüt etti. Toplam bedeli 187.500 TL olan 187.500 payın sahibi oldu.

**C:** 125.000 TL sermaye taahhüt etti. Toplam bedeli 187.500 TL olan 187.500 payın sahibi oldu.

#### **Yatırımcının bir pay için ödeyeceği primli bedel nasıl hesaplanır?**

Örnek 2'de gördüğümüz sermaye artırımını, payların nominal (itibari) değeri üzerinden yapılmış bir sermaye artırımındı. Yani ödenen her bir TL karşılığında bir pay çıkarılmıştır. Dışarıdan bir yatırımcının şirkete sermaye artırımını yoluyla girdiği durumlarda ise primli sermaye artırımını söz konusu olur.

**Her bir yeni pay için nominal değerinde bir primin ödendiği sermaye artırımını, primli sermaye artırımındır.**

Primli sermaye artırımının temel sebebi, şirket paylarının piyasa değerinin, itibari değerlerinden daha yüksek olmasıdır. Şirket, kuruluşundan itibaren geliştirdiği ürünler, hizmetler, fikri mülkiyet ve kazandığı müşteriler gibi çeşitli değerler yaratır ve bunların hepsi şirketin gerçek piyasa değerini oluşturur. Dolayısıyla şirkete sermaye koyacak olan yatırımcı şirketin piyasa değeri üzerinden hesaplanan bir prim ödeyerek şirkete girer.

Her bir pay için ne kadar prim ödeneceği şirket değerlemesi ve toplam yatırım bedeline göre hesaplanır. Bu şekilde, yatırımcının şirketin ne kadarına sahip olacağı hesaplanmış olur.

Yeni çıkarılacak payların yatırımcıya verilebilmesi için yatırım amacıyla yapılan sermaye artırımlarında kurucu ortakların rüçhan hakkının, yani sermaye artırımına katılma hakkının, kısıtlandığını yerli gelmişken hatırlatalım.

#### **Örnek 3:**

X Şirketi'yle devam edelim.

Şirketin toplam sermayesi 750.000 TL'ye çıkarılmıştı. Her biri 1 TL itibari değere sahip toplam 750.000 adet pay çıkarılmıştı.

Yatırım öncesi (*pre-money*) şirket değeri 60 milyon TL olarak belirlendi ve yatırımcı (Y), X Şirketi'ne bu değerlendirme üzerinden toplam 10 milyon TL yatırım yapmaya karar verdi.

Yatırım öncesi (*pre-money*) 1 payın değeri: 60 milyon (şirket değeri) / 750.000 (toplam pay adedi) = 80 TL

**Yatırım sonrası:** Y için çıkarılacak pay adedi: 10 milyon (yatırım bedeli) / 80 (bir pay değeri) = 125.000  
Toplam çıkarılmış sermaye 875.000 TL  
Toplam pay adedi 875.000

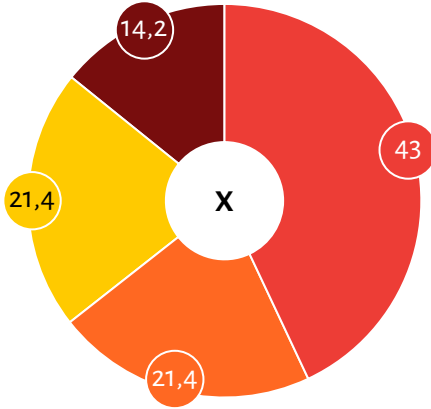
### Ortaklık oranları

**A:** 375.000 (A'nın pay adedi) / 875.000 (toplam pay adedi) = %43

**B:** 187.500 (B'nin pay adedi) / 875.000 (toplam pay adedi) = %21,4

**C:** 187.500 (C'nin pay adedi) / 875.000 (toplam pay adedi) = %21,4

**Y:** 125.000 (Y'nin pay adedi) / 875.000 (toplam pay adedi) = %14,2



Yatırımcının her bir yeni pay için ödediği prim aslında o pay için ödediği ücrettir. Bu ücretin primli ödenmesinin sebebi de yatırımcıya ödediği ücrete denk gelen adette yeni pay çıkarılmasının sağlanmasıdır. Aksi durumda **Örnek 4**'te görüldüğü şekilde yatırımcıya şirketin gerçek değerinden çok daha düşük bir bedel olan itibari değerden pay çıkarılmış olur ve kurucu ortaklar yok denecek kadar azalmış pay oranlarıyla şirketi yatırımcıya devretmiş olurlar.

Yatırımcının itibari değer üzerinden şirkete yatırım yaptığı bir senaryoda mevcut ortakların ortaklık oranı neredeyse yok denecek kadar azalmış olur.

*Bir örnekle inceleyelim.*

### Örnek 4:

Aynı sermaye artırımını itibari değer üzerinden yapılıyorsa, X Şirketi'nin toplam çıkarılmış sermayesi 10.750.000 TL olacaktır ve Y için toplam 10 milyon adet pay çıkarılacaktır. *Bu durumda ortaklık oranları da aşağıdaki şekilde olacaktır:*

**A:** 375.000 (A'nın pay adedi) / 10.750.000 (toplam pay adedi) = %3

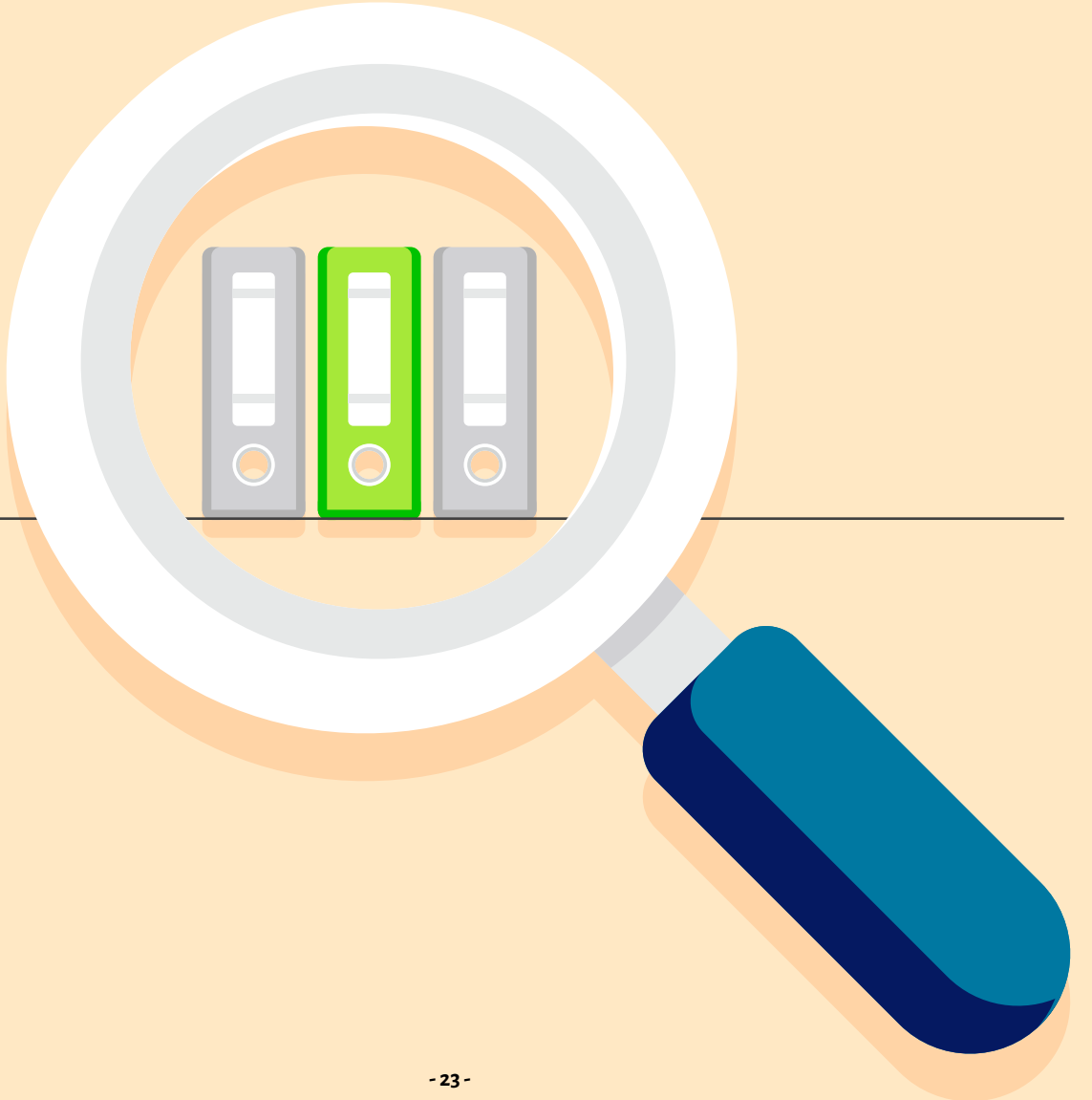
**B:** 187.500 (B'nin pay adedi) / 10.750.000 (toplam pay adedi) = %2

**C:** 187.500 (C'nin pay adedi) / 10.750.000 (toplam pay adedi) = %2

**Y:** 10.000.000 (Y'nin pay adedi) / 10.750.000 (toplam pay adedi) = %93

# Şirket İncelemesi

→ Due Diligence



# Şirket İncelemesi

## Due Diligence

Şirket incelemesi ve veri odası olarak dilimize çevirebileceğimiz “due diligence” ve “data room” ifadeleri, birleşme ve devralma işlemleri bağlamında İngilizce ifadeleri ile bir bakıma terim haline gelmiş ve Türkiye’de de yaygın olarak bu şekilde kullanılmaktadır. Biz de bu yüzden bu ifadeleri kullanmayı tercih ettik.

Standart bir yatırım işlemi genellikle bir niyet mektubu ve gizlilik anlaşmasının imzalanmasıyla başlar. Bunu takiben, yatırımcının due diligence belge talep ve soru listesine uygun olarak bir data room oluşturulur ve yatırımcının danışmanlarına erişim verilir. Eş zamanlı olarak, due diligence sürecinden elde edilen bilgiler ışığında yatırıma ilişkin sözleşmeler üzerinde müzakereler başlar. Yatırımcı için due diligence incelemesinin temel amacı, yatırım yapılması planlanan startup ile ilişkili riskleri ve yükümlülükleri değerlendirmek, birleşme ve devralmanın yapısını doğru kurmak, sözleşmede kurucuların sorumluluklarını tespit edebilmek ve riskleri azaltmaktır.

**Yatırımcı için due diligence incelemesinin temel amacı:**

- Startup ile ilişkili mevcut ve muhtemel riskleri değerlendirmek ve
- Kurucuların yatırım öncesi ve sonrası atması gereken adımları tespit edebilmektir.

Startup’ın sektörüne ve faaliyet alanlarına göre değişiklik göstermekle beraber, yatırımcı genellikle startup üzerinde hukuki, vergisel ve finansal due diligence incelemeleri yapar. Startup’ın faaliyet alanına göre teknik due diligence da yapılabilmektedir.

### Hukuki Due Diligence İncelemesinin Kapsamı

Hukuki due diligence incelemesinin kapsamı, şirketin sektörü ve faaliyetleri gibi faktörlere bağlı

olarak değişebilir. Due diligence belge talep ve soru listesini, bu faktörler göz önünde bulundurularak startup için anlamlı olacak şekilde hazırlamak hem zamandan tasarruf etmek hem de tüm taraflar için profesyonel bir çalışma ortamı oluşturmak açısından çok önemlidir.



**Standartlaştırılmış ve üzerinde düşünülmemiş bir soru listesi, startup kurucularını startup’a uygulanamayacak soruları da cevaplamak zorunda bırakan bir iş yükü yükleyeceği gibi yatırımcının da hedef şirketin faaliyet alanları ile ilgili yeterli donanımına sahip olmadığı algısını yaratabilir.**

Bununla beraber, due diligence kapsamında herhangi bir startup genel olarak uygulanabilecek temel başlıklar aşağıdaki unsurları kapsar:

### Kurumsal:

- Ana sözleşme,
- Faaliyet belgesi,
- Ticaret sicili gazeteleri,
- Pay defteri,
- Yönetim kurulu kararları ve genel kurul tutanakları.

### Sözleşmeler:

- Şirket müşterileri ile yapılan sözleşmeler,
- Distribütörlük sözleşmeleri,
- Tedarik anlaşmaları.

### Finans:

- Kredi anlaşmaları,
- İpotek veya rehin gibi teminat anlaşmaları,

### Gayrimenkul:

- Şirketin sahibi olduğu taşınmazların tapuları,



- Taşınmazlar üzerindeki takyidatların listesi veya takyidat olmadığına dair belge,
- Kira sözleşmeleri,
- Yapı ruhsatları ve yapı kullanma izinleri.

#### **Çalışanlar / İş Hukuku:**

- Hizmet sözleşmeleri,
- Toplam çalışan sayısına ilişkin bilgiler,
- Sosyal güvenlik primlerinin ödendiğine dair belge,
- Çalışanların istihdamı ile ilgili potansiyel yükümlülükler

#### **İzinler ve Mevzuata Uyum:**

- İlgili sektör için gerekli lisans ve izinler,
- Eksik ruhsat veya izinlerin belirlenmesi,
- Kişisel verilerin korunmasına ilişkin mevzuat ile uyum,
- Sektöre ilişkin özel mevzuata uyum.

#### **İlişkili Taraf İşlemleri:**

- Şirket ile yönetim kurulu üyeleri veya pay sahipleri gibi ilişkili taraflar arasındaki ticari işlemlerin detaylar.

#### **Fikri Mülkiyet:**

- Patentler ve ticari markalar gibi tescilli fikri mülkiyet haklarının tescil kayıtları,
- Lisans sözleşmeleri

#### **Davalar:**

- Şirket'in taraf olduğu davalar ve takiplere ilişkin bilgi.

#### **Kişisel Verilerin Korunmasına Uygunluk**

Due diligence sırasında yatırımcı ve danışmanları ile pek çok bilgi ve belge paylaşılır. Elbette, bu şekilde paylaşılan bilgi ve belgelerin bir kısmı kişisel veriler içerebilir. Kişisel verilerin bu şekilde paylaşıldığı durumlarda kişisel verilerin korunmasına ilişkin mevzuat ile uyumlu davranmak gerekir.

*Kişisel verilerin korunmasına ilişkin mevzuata uyum sağlamak için alınabilecek asgari önlemler şu şekildedir:*

- *Yalnızca due diligence ve yatırım projesi için kesinlikle gerekli olan kişisel veriler paylaşılmalıdır.*
- *İlgili kişilerin, kişisel verilerinin paylaşımı ile ilgili aydınlatılması ve mevzuatın gerektirdiği durumlarda açık rızalarını alınması gereklidir.*
- *Taraflar arasındaki gizlilik sözleşmesi kişisel verilerin korunmasına ilişkin hükümler içermelidir.*

#### **Data Room**

Startup kurucuları, yukarıda ele aldığımız soru ve belge talepleri kendisine ulaştıktan sonra avukatlarının yardımıyla bir data room hazırlamaya başlar. Eskiden şirket merkezinde due diligence incelemesi için ayrı bir oda tahsis edilir ve bütün belgeler klasörler halinde bu odada toplanırdı. Avukatlar ve danışmanlar bu odada belgeleri fiziki olarak incelerdi. Bu odaya yetkili olmayan kişilerin girmesine izin verilmez ve boş olduğunda mutlaka kilitli tutulurdu.

Teknolojinin gelişmesiyle birlikte fiziki data room olarak adlandırılan bu uygulama zaman içinde yavaş yavaş azalarak, günümüzde istisna haline geldi. Artık data roomlar çevrim içi ulaşılabilen sanal odalar şeklinde hazırlanıyor. Sanal data room (*virtual data room – VDR*) olarak adlandırılan bu hizmeti veren profesyonel şirketler olduğu gibi startuplar kendi sistemleri üzerinden şifreli linkler aracılığıyla da paylaşım yapabiliyor.

#### **Due Diligence Raporu**

Data room'daki belgelerin incelenmesi ve soru-cevap faslının tamamlanmasının ardından kapsamlı bir due diligence raporu hazırlanır. Yatırımcının due diligence raporundan beklentisinin ne olduğunun önceden belirlenmiş olması önemlidir. Bazı yatırımcılar ayrıntılı raporları tercih ederken, diğerleri, şirket değerini, dolayısıyla satın alma fiyatını, ileride doğabilecek riskleri ve yükümlülükleri ve şirketin gelecekteki faaliyetlerini etkileyebilecek kilit noktalara odaklanan yönetici özetlerini (*executive summary*) tercih eder.

# Yatırım Sürecinde Karşınıza Çıkacak Sözleşmeler

- Gizlilik Sözleşmesi
- Niyet Mektubu
- Yatırım ve Pay Sahipleri Sözleşmesi
- Yediemin Sözleşmesi



# Yatırım Sürecinde Karşınıza Çıkacak Sözleşmeler

## Gizlilik Sözleşmesi

### (Non-Disclosure Agreement)

Özellikle fikri mülkiyet, müşteri bilgileri, fiyatlandırma bilgileri gibi hem şirket bilgilerinin korunması hem de tasarlanan yatırım işlemini daha detaylı müzakere edebilmek için yatırımcı ve startup arasında karşılıklı bir gizlilik sözleşmesi imzalanır.

## Niyet Mektubu

### (Term Sheet)

Taraflar:

- Tasarlanan yatırım işlemine ilişkin niyetlerini ortaya koymak ve
- Yatırım tutarını belirlemek için kullanılacak yöntem gibi mali şartlara ilişkin bir çerçeve sağlamak

amacıyla bir niyet mektubu imzalarlar.

Niyet mektubu genel olarak taraflar için hukuken bağlayıcı olmaz; ancak taraflar, münhasırlık, gizlilik veya yürürlükteki yasa hükümleri gibi bazı hükümlerin bağlayıcı olmasına karar verebilir.

## Yatırım ve Pay Sahipleri Sözleşmesi

### (Shareholders Agreement)

Pay devri veya yatırım işleminin şartlarını ve tarafların hak ve yükümlülüklerini düzenleyen temel sözleşmedir.

Genellikle aşağıdaki ana başlıkları içerir:

- Yatırım tutarı,
- Kapanış şartları,
- Ara dönem kısıtlamaları,
- Kapanış işlemleri,
- Kurucuların beyan ve tekefülleri,
- Tazminat kuralları ve prosedürleri,

Kapanış sonrası şirket yönetimi, kâr dağıtımı, pay sahiplerinin bilgilendirilmesi, payların devrine ilişkin kısıtlamalar, rekabeti önleyen kısıtlamalar gibi şirketin işleyişi ve pay sahiplerinin hak ve yükümlülüklerinin düzenlendiği sözleşmedir.

## Yediemin Sözleşmesi

### (Escrow Agreement)

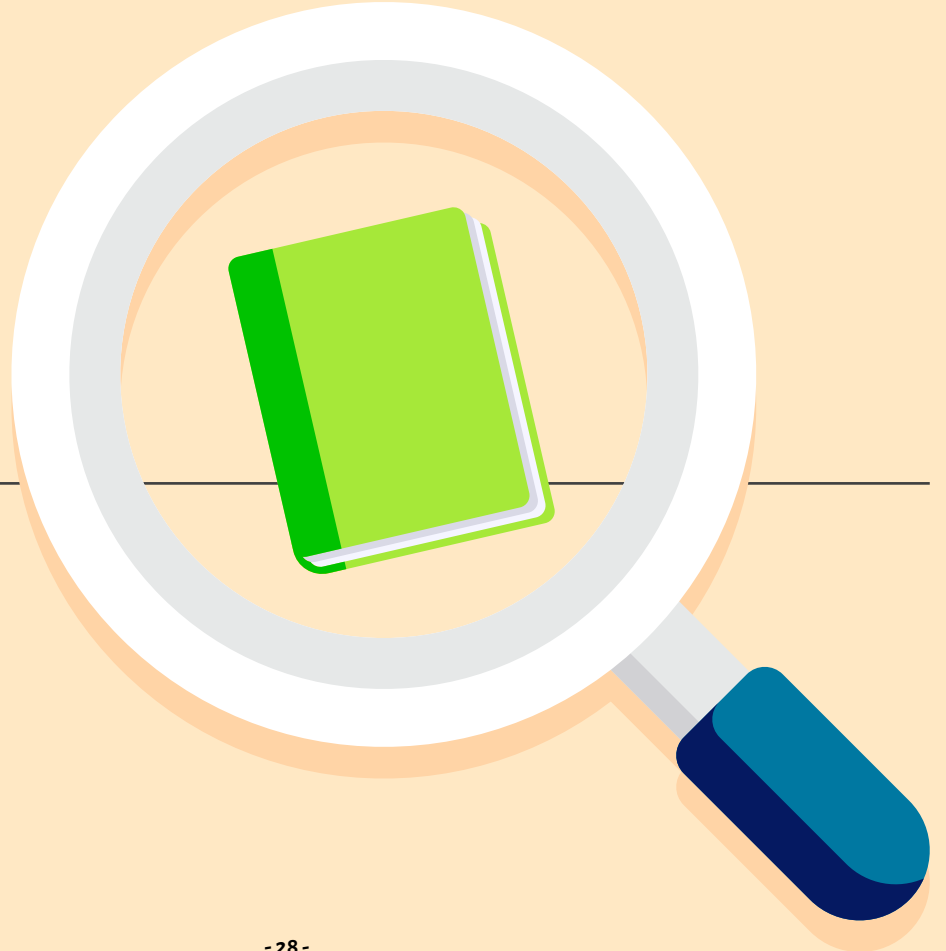
İleriki sayfalarda daha detaylı anlattığımız ve yatırımcıların startup kurucularından talep ettiği reverse vesting mekanizmasının işlemesi için gerekli olan bir sözleşmedir. Reverse vesting, bir startup'ın kurucu ortaklarının startup şirketinden hak ettiği (vesting) süresi dolmadan önce ayrılması halinde elindeki şirket paylarının belli bir kısmını diğer kurucu ortağa veya mevcut diğer pay sahiplerine geçmesini öngören bir mekanizmadır.

Yatırımcılar, kurucu ortakların en azından belli bir süre dolmadan startup'tan ayrılmamalarını ve tüm zaman ve eforlarını startup için harcamalarını isterler. Ters hak ediş yöntemi kurucu ortakların şirketten hak ediş süresi boyunca ayrılmamaları için aynı zamanda bir teşvik yöntemidir.

Reverse vesting'e konu olan payları temsil eden pay senetlerinin güvenli bir şekilde muhafazasını sağlamak için bir yediemin seçilir ve yediemin sözleşmesi imzalanır. Yediemin, kurucular, yatırımlar ve şirket arasında tarafsız bir üçüncü taraf olarak hizmet eder ve pay senetleri güvenli bir şekilde saklamaktan ve verilecek talimatlara göre pay senetlerini ilgili kişiye teslim etmektен sorumludur.

# Yatırım Sözleşmelerinde Karşınıza Çıkacak Kavramlar

- Ön Şartlar
- Beyan ve Tekeffüller
- İfşa Mektubu
- Önemli Olumsuz Değişiklik Maddesi
- Kurucuların Rekabet Etmeme Maddesi
- Anti-Dilution Koruma Maddeleri
- Drag Along Right
- Tag Along Right
- Reverse Vesting



# Yatırım Sözleşmelerinde Karşınıza Çıkacak Kavramlar

## Ön Şartlar

Yatırım sözleşmesinin imzasıyla yatırımcı ve startup'ın mevcut ortakları sözleşmede düzenlenen yükümlülüklerini yerine getireceklerini karşılıklı olarak taahhüt etmiş olurlar. Ancak kapanışın gerçekleşmesi için sözleşme imzalanmasının yeterli olmadığı, kapanış için startup'ın tamamlaması gereken bazı şartların olduğu durumlar olabilir. Bu şartlar, şirketin eksik olan bir izninin tamamlaması, üçüncüye kişiye olan bir borcunun kapatılması gibi operasyonel konularla ilgili olabileceği gibi Rekabet Kurulu veya başka bir resmi kurulun işlem onayının alınması gibi kanundan doğan şartlar da söz konusu olabilir.

İngilizce'de bu bağlamda kullanılan "*conditions precedents*" terimi Türkçe'ye ön şart olarak tercüme edilmiş ve sözleşmelerde çoğunlukla bu ifadeyle kullanılmaktadır.

### Şirket Operasyonları ile İlgili Şartlar

Startup şirketinin taraf olduğu bazı sözleşmeler, sözleşmenin karşı tarafına, şirketin kontrolünün el değiştirmesi sonucunu yaratan ortaklık yapısındaki değişikliklerde, sözleşmeyi tek taraflı feshetme hakkı veren maddeler içeriyor olabilir. Bu maddelere *change of control clause* veya kontrol değişikliği maddesi denilmektedir. Yatırımcı bu sözleşmelerin şirketin operasyonu için önemli olduğunu düşünüyor ve karşı tarafın sözleşmeyi feshetme riskini almak istemiyorsa, startup'ın ilgili taraflardan kontrol değişikliği maddesindeki haklarını kullanmayacaklarına dair bir onay yazısı almasını talep edebilir. Onay yazılarının alınmasının kapanışın şartı olduğu durumlarda startup'ın bu şartı ara dönem içinde tamamlaması gerekir.

### Resmi İzinler

Yatırım işlemi rekabet ile ilgili mevzuat uyarınca Rekabet Kurulu'nun iznine tabi olabilir. Bu gibi hallerde, taraflar ara dönem içinde işleme onay vermesi için Rekabet Kurulu'na başvururlar. Rekabet Kurulu'nun işleme onayı çıkana kadar kapanış gerçekleşmez.

**Türkiye pazarında faaliyet gösteren veya ar-ge faaliyeti olan ya da Türkiye'deki kullanıcılara hizmet veren teknoloji teşebbüslerinin kontrol değişikliğine (pay alımı veya sözleşme yoluyla) yol açacak şekilde devralınmasına ilişkin işlemlerde, işlem taraflarının Türkiye cirolarının belli bir bedeli aşması halinde Rekabet Kurulu'ndan izin alınması gerekir.**

## Beyan ve Tekeffüller (*Representations & Warranties*)

Beyan ve tekeffüller ("Beyanlar") Yatırım Sözleşmeleri'nin önemli bir kısmını oluşturur. Beyanlar, en basit ifadeyle startup kurucularının şirketin nitelikleri ile ilgili verdiği garantiler olarak tanımlanabilir. Yatırımcılar, yatırım yapacakları startup'ın belli başlı niteliklere sahip olmasını ve kurucuların da bu niteliklere ilişkin güvence vermesini beklerler

### **En sık karşılaşılan beyanlara örnek olarak aşağıdakileri verebiliriz:**

- Şirketin faaliyetlerini yürütmek için gerekli bütün izin ve ruhsatları almış olması,
- Şirket payları üzerinde üçüncü kişilerin herhangi bir hakkının olmaması,
- Şirketin vergi borcu olmaması,
- Şirket aleyhine açılmış davaların olmaması,
- Şirketin iş hukuku kurallarına uyuyor olması,
- Şirketin kullandığı fikri mülkiyetin yasal sahibi olması veya kullanma lisansı olması- tarafların yasal ehliyeti ve yetkisi;

Sözleşme kapsamında verilen beyanların yanlış olması halinde kurucuların sorumluluğu söz konusu olur ve ortaya çıkan zararlar için alıcıyı tazmin etmek zorunda kalabilir.

Bir önceki bölümde due diligence kavramını anlatmıştık. Beyanlar, due diligence ile doğrudan ilişkilidir. Şirket incelemesi sırasında tespit edilen olası riskler beyan ve tekefüllerin kapsamının belirlenmesinde büyük rol oynar.

## **İfşa Mektubu (Disclosure Letter)**

Beyanların istisnalarını oluşturan ve kurucuların sorumluluk almak istemediği durumlar yatırım sözleşmesinin eki olan ifşa mektubunda yatırımcılara açıklanır. İfşa mektubunda açıklanan durumlardan kurucuların sorumluluğu olmaz. Elbette ifşa edilen durum gerçek ve yüksek bir risk oluşturuyorsa yatırımcılar söz konusu durum ile ilgili kurucuların sorumluluğunun devam etmesini talep edebilir.

## **Önemli Olumsuz Değişiklik Maddesi (Material Adverse Clause)**

Önemli olumsuz değişiklik maddesi (*Material Adverse Clause* - MAC Clause), kapanıştan önce startup ile ilişkili önemli olumsuz bir değişiklik olması halinde yatırımcıya kapanıştan vazgeçme hakkını, yani yatırıma konu payları satın almama hakkını verir.

### **Önemli Olumsuz Değişiklik Kriterleri**

- Ara dönem boyunca sözleşme imzalandığında var olan şartlar ve durumdan farklı bir şart veya durum meydana gelmiş olmalı.
- Sözleşme imzalandığı anki durum ve şartlar, alıcının/yatırımının masadan kalkmasına izin verecek kadar olumsuz şekilde değişmiş olmalı.

Değişikliğin doğrudan startup üzerinde olması veya onun kontrolünde olması şart değildir.

**Örnek:** Startup'ın bulunduğu ülkede döviz kurlarındaki ciddi dalgalanmalar da önemli olumsuz değişiklik sayılabilir.

### **Önemli Olumsuz Değişiklik Tanımı**

Yatırımcı, kendi takdirine bırakılmış ve geniş kapsamlı yazılmış tanımları tercih eder.

- Çok geniş şekilde yazılmış bir tanım önemli olumsuz değişikliğin varlığı konusunda taraflar arasında ihtilaf çıkmasına sebep olabilir.

Kurucular ise önemli olumsuz değişiklik tanımının mümkün olduğunca objektif kriterlere dayanmasını ve dar kapsamlı şekilde yazılmasını ister.

**Örnek:** Startup'ın faaliyetleri için gerekli olan bir lisansın iptal edilmesi veya önemli bir sözleşmenin feshi.



- Standart bir MAC maddesinden bahsedemeyiz. Her işlemin kendi iç dinamikleri olduğu gibi her sektöre ilişkin ayrı dinamikler de vardır.
- Önemli olumsuz değişikliğin tanımı iyi yapılmazsa taraflar arasında ihtilaf çıkma ihtimali nerdeyse kaçınılmazdır.
- MAC maddesi yatırımcı tarafından çoğunlukla masadan kalkmak için değil, pazarlık yapmak için kullanılır.

## Kurucuların Rekabet Etmeme Maddesi

Yatırım sözleşmelerinde rekabet yasağı (*non-compete*) maddesi, yatırımcılar ve startup kurucuları arasında sıklıkla müzakere edilen kritik bir hükümdür. Yatırımcılar, genellikle yaptıkları yatırımların korunması amacıyla, startup kurucularının şirket faaliyetleriyle doğrudan rekabet edebilecek başka işlerde çalışmalarını veya benzer iş kollarında yeni girişimler kurmalarını kısıtlayan bu tür maddeleri talep ederler. Rekabet etmeme maddesinin amacı yatırımcının sermayesini ve startup'ın fikri mülkiyetini korumayı amaçlar.

Öte yandan, kurucular genellikle bu tür kısıtlamaların, kendi kariyer yolları ve girişimcilik serbestlikleri üzerinde oluşturduğu baskıları minimize etmek isterler. Startup başarısız olursa veya farklı yollar denemek isterlerse, diğer projelere geçebilme özgürlüğüne sahip olmak isteyen kurucular, rekabet yasağının süresi, kapsamı ve coğrafi sınırları gibi unsurlar üzerinde müzakereler yaparlar. Bu nedenle, bu maddeler genellikle belirli bir süreyle (genellikle startup'ın faaliyette olduğu süre ve sonrasında ek birkaç yıl) ve spesifik iş kolları veya coğrafi bölgelerle sınırlı olarak tasarlanırlar.

## Anti-Dilution Koruma Maddeleri (*Seyrelme Hakkı*)

Bir startup'a yatırım yapmış olan yatırımcılar, ileriki yatırım turlarında yatırım yapmaz ve sermaye artırımına katılmazlarsa şirkette sahip oldukları pay oranı azalır yani seyrelir. Anti-Dilution koruma maddelerinin amacı mevcut yatırımcıların pay oranlarının ileriki yatırım turlarında azalmamasını sağlamaktır.

Aşırı korumacı maddeler, potansiyel yatırımcılar tarafından olumlu karşılanmayabilir ve bu durum startup'ın gelecekte yatırım almasını ve finansman çekmesini zorlaştırabilir. Böyle bir durumla karşılaşmamak için anti-dilution maddelerinin yatırımcıları korurken, şirketin sürdürülebilir

büyümesini de engellemeyecek şekilde yazılması önemlidir.

## Birlikte Satışa Zorlama Hakkı (*Drag Along Right*)

İngilizce ifadesinde "sürüklemek" anlamına gelen *drag along* veya birlikte satışa zorlama maddesi yatırım sözleşmelerinde sıklıkla karşılaşılan bir maddedir. Drag along, üçüncü taraf bir alıcı tarafından şirketin büyük ortağına şirket payları için bir teklif yapılması halinde büyük ortağın azınlık ortağın paylarını da üçüncü kişiye satmaya zorlayabildiği mekanizmadır.

Birlikte satışa zorlama hakkı, birleşme ve devralma ("M&A") işlemlerinde şirketin çoğunluğuna sahip pay sahiplerine verilir. Bu hak, potansiyel alıcının şirketin tamamını almak istemesi halinde azınlık ortağın şirketin büyük ortağının exit yapmasını engellemesinin önüne geçme imkanı sunar. Özellikle kurumsal yatırımcılar birlikte satışa zorlama hakkını mutlaka isterler.

Birlikte satışa zorlama hakkı kullanılırken alıcının teklif ettiği rakam için bir alt rakam belirlenebilir. *Örneğin*, birlikte satışa zorlama hakkının kullanılabilmesi, alıcının şirketin tamamı için en az X TL teklif etmesi şartına bağlanabilir. Startup kurucuları açısından bu alt rakamı belirlemek çok önemlidir: Kurucular, yüksek bir rakama exit yapabileceklerini düşünüyorlarken birlikte satışa zorlama hakkı, hayal ettikleri rakamdan daha düşük bir rakama şirketin kontrolünü devretmelerine yol açabilir. Kurumsal yatırımcılar ise şirketten exit yapma olasılıklarının çok fazla kısıtlanmasını istemezler.

Kurucular açısından yatırımcıları bu hayale ortak etmek ne kadar önemliyse yukarıda bahsettiğimiz asgari alım bedelinin tespiti de o kadar önemlidir. Bu nedenle, yatırımcıların çıkış yapmasını engellemeyecek, kurucuların da şirketlerini devrederken hayal ettikleri olmasa da mutlu olacakları bir rakamda anlaşma sağlamak çok önemlidir.

## Birlikte Satma Hakkı (Tag Along Right)

*Tag along* yani birlikte satma, birlikte satışa zorlama hakkına çok benzer fakat bu sefer hak sahibi olan azınlık pay sahipleridir.

Bu hak doğrultusunda, üçüncü taraf bir alıcı tarafından büyük ortağa paylarının devri için bir teklif yapılması halinde azınlık ortak kendi paylarının da alıcıya satılmasını talep edebilir. Zira, tag along hakkının tanındığı azınlık ortaklar, hem alıcının büyük ortak olduğu şirkette azınlık pay sahibi olmak istemeyebilirler hem de bu exit şansını değerlendirmek isteyebilirler. Bu açıdan tag along, özellikle melek yatırımcıları koruyan önemli bir mekanizmadır.

## Ters Hak Ediş (Reverse Vesting)

Bir startup'ın kurucu ortaklarının startup şirketinden hak ediş (*vesting*) süresi dolmadan önce ayrılması halinde elindeki şirket paylarının belli bir kısmını diğer kurucu ortağa veya mevcut diğer pay sahiplerine geçmesini öngören bir mekanizmadır.

Yatırımcılar, kurucu ortakların en azından belli bir süre dolmadan startup'tan ayrılmamalarını ve tüm zaman ve eforlarını startup için harcamalarını isterler. Ters hak ediş yöntemi kurucu ortakların şirketten hak ediş süresi boyunca ayrılmamaları için aynı zamanda bir teşvik yöntemidir. Hak ediş süresini tamamlayan kurucu ortak paylarını kaybetmezken, hak ediş süresi dolmadan şirketten ayrılan kurucu ortak, henüz hak etmemiş olduğu paylarını kaybeder.

### Kurucu Ortakların Hak Edışı (Vesting)

Hak ediş kavramı çalışanlara verilen pay opsiyonlarında da karşımıza çıkar. Çalışanlara verilen pay opsiyonlarında, çalışan, payları ancak belli bir süre sonunda yani hak ediş süresi sonunda elde eder. Hak ediş süresi dolana kadar, çalışanın sahibi olduğu herhangi bir şirket payı yoktur.

Kurucuların paylarına uygulanan hak edişin, “ters” olarak nitelendirilmesinin sebebi kurucuların ilgili payların zaten birinci günden itibaren sahibi olmasıdır. Halihazırda ellerinde olan payları tekrar hak etmeleri gerektiği için “*reverse vesting*” yani “ters hak ediş” terimi kullanılır. Kurucular hak ediş süresi dolmadan önce şirketten ayrılırlarsa veya sözleşmede düzenlenen ayrılık hallerinden biri gerçekleşirse (aşağıda ele alacağız), hak etmedikleri paylarını şirkette kalan diğer kurucuya veya bütün pay sahiplerine payları ile orantılı olarak devretmek zorunda kalırlar.

Türkçe karşılık olarak “yeniden hak ediş” teriminin bu mekanizmayı daha iyi ifade ettiğini düşünüyoruz ancak yaygın kullanım “ters hak ediş” şeklinde olduğu için biz de bu terimi kullanmayı tercih ettik.

### Ters Hak Ediş Süresi

Kurucuların, hak ediş paylarını hak etmeleri için şirkette kalmaları gereken süre genelde dört senedir. Ancak bu süre şirketin kuruluşundan itibaren geçen süre, şirketin daha önce yatırım almış olup olmaması gibi çeşitli kriterlere göre daha kısa bir süre de olabilir.

Şirket, yatırım almadan birkaç sene önce kurulmuşsa ve belli bir seviyeye gelmişse, kurucular, kuruluştan yatırımın alınmasına kadar geçen sürenin de dikkate alınmasını isteyebilirler.

### İyi Ayrılık ve Kötü Ayrılık Halleri

Hak ediş süresi boyunca kurucu ortakların paylarını kaybedebileceği durumlar genellikle “iyi ayrılık” ve “kötü ayrılık” durumları olarak ikiye ayrılır. İyi ayrılık halleri, kurucu ortağın kontrolünde olmayan veya kusurundan bağımsız olarak meydana gelen hallerdir. İyi ayrılık hallerine örnek olarak sağlık ile ilgili durumlar verilebilir. Kötü ayrılık halleri ise kurucu ortağın kusurunda kaynaklanan sözleşme ihalleridir. *Örneğin*, kurucu ortağın pay sahipleri sözleşmesinde düzenlenen rekabet yasağı maddesini ihlal etmesi kötü ayrılık hali olabilir. Sözleşmede iyi ayrılık ve kötü ayrılık hallerinin spesifik olarak düzenlenmesi olası ihtilafların önüne geçmek için çok önemlidir.



### Payların Satın Alım Bedeli

Hak edilmeyen payların diğer pay sahipleri veya kurucu ortak tarafından alınması halinde uygulanacak bedel, iyi ayrılık halleri ve kötü ayrılık halleri için farklılık gösterir. Satın alım bedeli, kötü ayrılık hallerinde genellikle payların itibari değeri üzerinden hesaplanır.

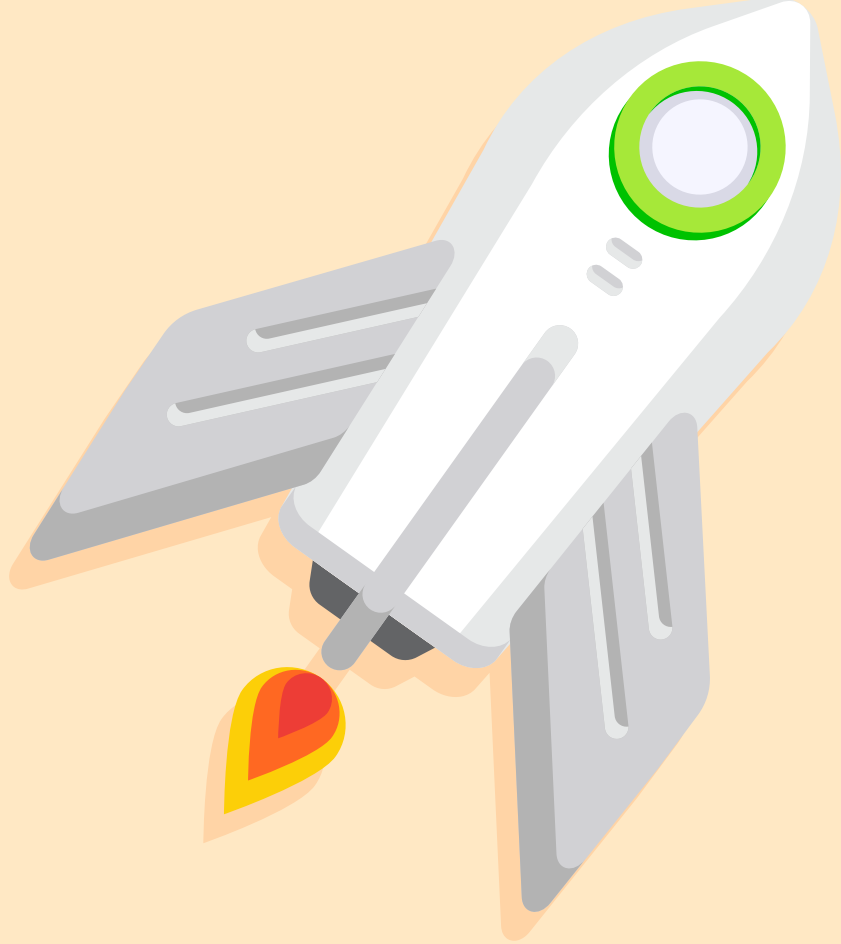
Hak ediş paylarını temsil eden pay senetleri, hak ediş süresi boyunca yediemin sözleşmesi uyarınca yediemin (*escrow*) tarafından saklanır. Kurucular, hak ediş paylarına hak ettikçe, yediemin ilgili payları kuruculara iade eder.



- **Ne zaman talep edilir?**  
Şirketten ayrılmış kurucu ortakların elinde yüksek oranda pay olması gelecekteki potansiyel yatırım süreçlerinin müzakerelerinde startup'ı zor duruma sokabilir. Bu yüzden, ters hak ediş mekanizması genelde ilk yatırım turunda kurucu ortakların karşısına çıkar.
- **Hak ediş payları nerde saklanır?**  
Hak ediş paylarını temsil eden pay senetleri, hak ediş süresi boyunca yediemin sözleşmesi uyarınca yediemin (*escrow*) tarafından saklanır. Kurucular, hak ediş paylarına hak ettikçe, yediemin ilgili payları kuruculara iade eder.

# İmzalar Atıldı. Peki, ya Şimdi?

- Yatırım Süreci Aşamaları
- A'dan Z'ye Kapanış Günü



# İmzalar Atıldı. Peki, ya Şimdi?

## Yatırım Süreci Aşamaları

### Ara Dönem

Bir yatırımcının sermaye artırımını yoluyla pay edindiği işlemlerde, sözleşmenin imzalandığı gün ile yatırımın gerçekleşeceği gün çoğu zaman aynı gün değildir. Yatırımın hukuki ve fiili olarak yapıldığı tarih “**kapanış günü**” olarak kabul edilir. İmza tarihi ile kapanış günü arasında geçen süre ise “**ara dönem**” olarak adlandırılır.

- Sözleşmenin imzasıyla taraflar sözleşmede düzenlenen yükümlülüklerini yerine getireceklerini karşılıklı olarak taahhüt etmiş olurlar. Ancak kapanışın gerçekleşmesi için sözleşme imzalanmasının yeterli olmadığı, kapanış için taraflardan bir veya birkaçının tamamlaması gereken bazı şartların olduğu durumlar olabilir.
- Bu şartlar, şirketin eksik olan bir izninin tamamlaması, üçüncüye kişiye olan bir borcunun kapatılması gibi operasyonel konularla ilgili olabileceği gibi Rekabet Kurulu veya başka bir resmi kurulun işlem onayının alınması gibi kanundan doğan şartlar da söz konusu olabilir. İngilizce’de bu bağlamda kullanılan “**conditions precedents**” terimi Türkçe’ye ön şart olarak tercüme edilmiş ve sözleşmelerde çoğunlukla bu ifadeyle kullanılmaktadır. Ara dönem bu şartların sağlanması için gereken süredir.

### Ara Dönem Kısıtlamaları

- Ara dönem mevcut pay sahiplerinin paylarına ve şirkete ilişkin özgürce davranamayacakları bir dönemdir. Yatırımcı, haklı olarak payların sahibi olacağı kapanış tarihinde imza gününden daha farklı bir şirket tablosuyla karşılaşmak istemez. Dolayısıyla şirketin imza tarihindeki durumunu korumak için mevcut pay sahiplerinin şirket işlerini olağan akışı içinde ve geçmiş uygulamaları ile uyumlu bir şekilde yürütmesi beklenir.

- Mevcut pay sahipleri aşağıdakilere benzer ara dönem kısıtlamalarına uymak zorundadır:
  - Şirketi işlerin olağan akışı dışında borçlandırmamak,
  - Şirketin büyük müşterileri ve tedarikçileri ile olan önemli sözleşmelerini feshetmemek,
  - Şirketin taşınır veya taşınmaz varlıklarını satmamak, bunların üzerinde takyidat oluşturmamak,
  - Şirketin üst düzey yöneticilerinin maaşlarını arttırmamak ve yeni üst düzey yöneticiler işe almamak,
  - Şirketin ana sözleşmesini tadil etmemek ve şirket sermayesini arttırmamak.
- Unutmamak gerekir ki, yatırımcı, şirketin genel durumunda önemli bir değişiklik olmamasını isterken, kurucular ve diğer mevcut pay sahipleri de şirketi olağan akışında yönetebilecek kadar serbest olmak ister. Kurucuların elinin şirketi iş yapamaz hale getirecek kadar bağlanması elbette her iki tarafın da avantajına değildir. Burada her iki menfaat arasındaki dengeyi yakalamak çok önemlidir.

## A'dan Z'ye Kapanış Günü

Ara dönem, kapanış günü ile son bulur. İngilizce bir terim olan "closing"den dilimize kapanış olarak geçen bu terim ilgili işlemin, dolayısıyla bu kitabın bağlamında yatırımın, kapandığı yani hukuki ve filli olarak gerçekleştiği anı ifade eder.

**Peki, kapanış gününde sizi neler bekliyor?**

### Genel kurul toplantısı:

Startup şirketine yapılan yatırım ile şirketin sermayesi arttırılacağı ve artan sermayeyi temsilen çıkarılan yeni paylar yatırımcıya verileceği için sermaye artırımı ve ana sözleşme tadilinin onaylanması için şirketin genel kurulu toplanır.



- Sermaye artırımının onaylanacağı genel kurul toplantılarında Bakanlık temsilcisinin katılımı zorunludur. Kapanış tarihini belirlerken Bakanlık temsilcisinin atanması için gerekli olan başvuru sürelerini dikkate almayı unutmayın.
- Genel kurul toplantısına sadece mevcut pay sahipleri katılır ve ilgili belgeleri onlar imzalar.
- Ticaret sicil müdürlükleri genel kurul tescili için yatırımcının iştirak taahhütnamesi imzalamasını talep edebilir.

### Yatırım bedelinin şirket hesabına yatırılması:

Genel kurul toplantısının tescil edilebilmesi için yatırım bedelinin startup şirketinin hesabına yatırılması ve bankadan blokaç yazısı alınması gerekir.



- Zaman kaybetmemek için bu işlemin genel kurul öncesi yapılmasını tavsiye ederiz.
- Birden çok yatırımcı varsa, hepsinin yatırım bedelini zamanında yatırmış olmasını organize ve koordine etmek önemlidir.

### Genel kurulun tescili:

Genel kurul tamamlanıp, tutanaklar imzalandıktan sonra bütün belgeler ilgili ticaret sicil müdürlüğüne tescil için teslim edilir.



- Genel kurul tescil edilene kadar bankaya yatırılmış olan yatırım bedelinin üzerindeki blokaç kaldırılamaz ve fonlar şirket tarafından kullanılamaz.
- Yatırımcıya verilecek pay senetleri ancak tescilden sonra çıkarılabilir.

## Hazırlayanlar



### Deniz Eray Harvey

Deniz Eray Harvey, Galatasaray Lisesi'nden mezun olduktan sonra Paris'te Pantheon-Sorbonne Paris 1 Üniversitesi Hukuk Fakültesi'ni bitirmiştir. Daha sonra Londra'da Queen Mary, University of London'da Banka ve Finans Hukuku dalında yüksek lisans yapmıştır.

Deniz, yaklaşık on sene İstanbul'un önde gelen hukuk bürolarından birinde çalışmış ve yerli ve yabancı pek çok müvekkil temsil etmiştir. Londra'da yüksek lisans yaptığı sırada Magic Circle firmalarından biri olan Linklaters, LLP'de borç ve

sermaye piyasaları departmanında misafir avukat olarak çalışmıştır.

Deniz, 2015 yılında ERAY HARVEY hukuk bürosunu kurmuş, 2022 yılında Eren Arasan ile HARVEY & ARASAN Avukatlık Ortaklığı'nı kurmuştur.

2008 yılından beri İstanbul Barosu'na kayıtlıdır. Türk Fransız Ticaret Derneği (CCI France Turquie) ve Galatasaray Spor Kulübü üyesidir.

İngilizce ve Fransızca yeminli tercümandır.



### Murat Peksavaş

1997 yılında Koç Holding Stratejik Planlama Başkanlığında başladığı iş hayatı çerçevesinde Üst Düzey Yönetici olarak Koç İnovasyon Programını hayata geçirmiştir. Peksavaş bu çerçevede çok sayıda Koç Topluluğu şirketinin kurumiçi girişimcilik ve açık inovasyon programlarının tasarımı ve devreye alınması süreçlerini yönetmiştir.

Murat Peksavaş Koç Grubunun ileri teknoloji alanındaki yatırımları ile ilgilenen İntertram şirketinin Yatırım Komitesi ve Yönetim Kurulu Üyeliği görevlerinde bulunmuştur.

Aynı zamanda lisanslı bir melek yatırımcı ve TEDx konuşmacısı olan Peksavaş, 16 yıl boyunca TÜSİAD üyesi olarak Girişimcilik Ekosistemi Çalışma Grubu Başkanlığı yapmıştır.

Halen French Tech İstanbul Yönetim Kurulu Üyesi olan Murat Peksavaş Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi mezunudur. Master eğitimini Paris 1 Pantheon Sorbonne Üniversitesi'nde tamamlayan Peksavaş'ın Türk Marka ve Patent Vekilliği unvanlarının yanı sıra, Avrupa Patent Vekilliği unvanı da bulunmaktadır.

## HARVEY & ARASAN

**Harvey Arasan Avukatlık Ortaklığı**

**İstanbul:** Şakayık Sok. No.32 D.10 K.7 Teşvikiye, Şişli, 34365

**Paris:** 11 Boulevard de Sébastopol 75001 Paris

**Tel:** +90 212 931 77 48

info@harveyarasan.com

www.linkedin.com/company/harvey-arasan/



**İnovasyon Çözüm Ortağınız**

**İstanbul:** (Merkez Ofis) Uğur Sokak No:14 Üsküdar

**Ankara:** Kuloğlu sok. 17/10 Çankaya

**Paris:** 47, Boulevard de Courcelles, 75008

**Tel:** +90 544 298 36 00

info@binovative.com

www.linkedin.com/company/binovative/