

GSYFler ve GSYF Yatırımcısı olarak EYFler

1. GSYF”lerin temel özellikleri

Girişim sermayesi yatırım fonları (“GSYF”) Türkiye’de ilk defa 2014 yılında, Girişim Sermayesi Yatırım Fonları’na İlişkin Esaslar Tebliği (“GSYF Tebliği”) ile düzenlenmiştir.

GSYF’ler, PYŞler tarafından kurulup yönetilen, katılma paylarının yalnızca nitelikli yatırımcılara satılabildiği, daha yüksek riskli ve potansiyel getirisi daha yüksek varlıklara yatırım yapan, esnek yasal düzenlemelere sahip, yatırımcıların yalnızca taahhütleriyle sorumlu olduğu ve ihtiyaç duyulduğunda fona sermaye sağlamayı yatırımcı sözleşmesi ile taahhüt ettiği, önemli hususların ihtiyaç duyulan detayda yatırımcı sözleşmesinde düzenlendiği, belirli bir süre ile kurulan, tüzel kişiliği olmayan kolektif yatırım aracı olarak tanımlanabilir. GSYF’lerin birçok farklı alanda yatırım yapabilmeleri ve çeşitli amaçlarla kurulabilmesinin mümkün olması göz önüne alındığında, mevzuatın sözleşme serbestisini esas alan bu esnekliği, GSYF’leri diğer pek çok sermaye piyasası aracına göre avantajlı kılmaktadır.

2. GSYF yatırımcıları ve EYFler

PwC tarafından 2017 yılında yapılan bir araştırmaya göre, Türkiye’de varlık yönetimi sektöründe büyüme potansiyeli en yüksek alternatif yatırım araçlarından biri olan GSYF’lere ilgi giderek artmaktadır. Küresel ölçekte de GSYF yatırımcılarının en çok emeklilik yatırım fonları (“EYF”), sigorta şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar ve ülke fonlarından oluştuğu görülmektedir.

Gerçi ülkemizde EYF’ler likit ve dolayısıyla risk ve getirinin daha düşük olduğu yatırım araçlarına yatırım yapıyor olsalar da, gelecekte bu durumun değişmesi beklenmektedir. Nitekim, Hazine Müsteşarlığı’nın bu ihtiyacı görerek, standart fonların portföyünün yüzde 10’unun diğer bazı yatırım araçları yanında GSYF katılma paylarında, asgari %1’inin ise mutlaka GSYF’lerde değerlendirilmesi zorunluluğunu getirmiş olması da bunu desteklemektedir. Ancak ülkemizde bazı emeklilik şirketlerinin GSYF’lere yaklaşımlarında bazı tereddütler olduğu da gözlemlenen bir durumdur. Bu tereddütlerin, GSYF’ler gibi görece daha az likit varlıklara belli ölçekte olsa bile yatırım alışkanlığının olmaması, EYF’lere ilişkin mevzuatın yapısal sorunları gibi sorunlar yanında, GSYF dökümantasyonunda karşılaşılan, bize göre kimisi haklı kimisi yersiz tereddütlerdir.

3. Yatırımcı sözleşmesi ve yatırımcılar açısından önemi

GSYF'nin temel hukuki belgeleri; içtüzük, ihraç belgesi, yatırımcı sözleşmesi ve ihtiyari olarak düzenlenebilen yatırımcı bilgi formudur. İçtüzük, fonun aynı zamanda kuruluş belgesi olup, yatırımcı, yönetici, fon ve saklayıcı arasındaki hukuki ilişkileri düzenleyen, katılma esasına göre akdedilen bir sözleşmedir. İhraç belgesi ise, halka açılan şirketlerin kullandığı izahnameye benzer yapıda olan, fonun katılma payları nitelikli yatırımcılara satılırken bilgilendirme amacıyla kullanılan belgedir. İçtüzük ya da ihraç belgesinin yöneldiği taraf yatırımcı olsa da, bu belgelerin asgari içeriği Sermaye Piyasası Kurulu tarafından standardize edilmiş olup, yatırımcılar söz konusu belgelerin içeriğine kural olarak müdahil olmamakta ve söz konusu belgeleri imzalamamaktadır. Bu hususların ispat açısından bazı problemlere sebep olabilme ve yatırımcıların kendi arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi ile yatırımcılar, fon ve yönetici arasındaki ilişkilerde, yatırımcının yetkilerinin belirlenmesi açısından yetersiz kalabilme riski olabilir. İçtüzüğün yayımlanmasının zorunlu tutulmuş olması ve her ne kadar zorunlu olmasa da, uygulamada içtüzük ile birlikte ihraç belgesinin de yayımlandığı göz önünde bulundurulduğunda, usulüne uygun olarak düzenlenmiş bir yatırımcı sözleşmesi olmadan kurulan bir GSYF yapısında, gizliliğe ilişkin endişeler de ortaya çıkmaktadır.

Fon ile katılma payı sahipleri arasında akdedilen, özellikle kaynak taahhütlerinin ödeme esaslarına yer verilen ancak içtüzük ve ihraç belgesinde hiç veya ayrıntılı olarak düzenlenmeyen tüm hususların sözleşme serbestisi içinde ayrıntılı olarak düzenlendiği bir yatırımcı sözleşmesi, yukarıda değinilen endişeleri gidermek için tercih edilmektedir. Zira uluslararası uygulamalarda da fonların başarılı bir şekilde kurulduğu ülkelerde, fonların koşullarının oluşmasında kamu otoritesi doğrudan müdahil olmamakta ve taraflar bu koşulları serbestçe sözleşme ile belirlemektedirler.

4. Yatırımcı sözleşmesinde ne olmalı?

Yatırımcı sözleşmelerinde genellikle, kaynak taahhüdü ödemeleri ve yatırımcı temerrüdüne ilişkin esaslar, fonun yönetişime ilişkin esaslar, performans ücreti, dağıtımlar, katılma paylarının devri gibi hususlara yer verilir. GSYF Tebliği'nde de kaynak taahhütlerinin ödeme esaslarına ilişkin olarak, fon ve nitelikli yatırımcılar arasında bir yatırımcı sözleşmesi akdedileceği belirtilmiştir. Uluslararası uygulamalara baktığımızda GSYF'lerde yönetici tarafından, belirli dönemlerde, fondan beklenen faydanın sağlanabilmesi, mevcut girişim şirketlerine ek yatırımlar yapılması ya da yeni bir girişim sermayesi yatırımı yapılması için çağrı yapılması suretiyle, yatırımcılardan kaynak taahhüdü ödemelerinin yapılması talep edilmektedir. Kaynak taahhüdü ödemeleri özellikle GSYF'lerin uzun dönemli yatırımlar yapması ve dolayısıyla ek finansman ihtiyacı olabilmesi ihtimaline karşı önem taşımakta, özellikle yatırım dönemi sonrasındaki mevcut girişim şirketlerine yapılacak ek yatırımlara ilişkin olarak kaynak taahhütlerinin sağlanamamasının, GSYF yatırımcıları açısından belli riskler veya yatırım fırsatlarından mahrum kalmak gibi olumsuz sonuçları olabilmektedir. Bu nedenlerle yatırımcının temerrüde düşmesi ve kaynak taahhütlerinin ödenmemesi durumunda

uygulanacak yaptırımların da yatırımcı sözleşmesinde ayrıntılı olarak düzenlenmesi gerekir. Türkiye'deki uygulamada, bazı EYF'ler tarafından kaynak taahhüdü ödemelerinin farklı zamanlarda yapılmasına, kendi mevzuatlarını ihlal edebileceği endişesi ile çekimser yaklaşıldığı görülse de, hem fon hem de yatırımcılar için daha avantajlı olan bu uygulamanın EYF'lere ilişkin mevzuatı ihlal etmediği görüşündeyiz. Yatırımcı sözleşmesi ile ayrıca, fonun yönetişimine ilişkin olarak yatırımcıların söz sahibi olmasını sağlayacak düzenlemeler yapılmaktadır. Bu kapsamda, bir yatırım komitesi oluşturularak, söz konusu komitenin yapısı, görevleri, üyeleri ve nisaplarına ilişkin hususlar yatırımcı sözleşmesinde belirlenecektir. Bu husus da tüm yatırımcılar gibi EYF'ler için de önemlidir. Yatırım komitesinin yanı sıra GSYF Tebliği, içtüzük ve ihraç belgesinde hiç değinilmemiş olan bir yatırımcılar toplantısının da, çıkar çatışmasının önlenmesi ve şeffaflığın sağlanabilmesi için, yatırımcı sözleşmesinde düzenlenmesi mümkündür. Ayrıca, önceden belirlenmiş bazı durumlarda, yöneticinin azledilmesine ilişkin karar verme gibi yetkiler de yatırımcı sözleşmesi ile yatırımcılar toplantısına verilebilmektedir. Yatırımcının fonun yöneticisine ilişkin müdahalede bulunmasını sağlayan keyman gibi klozların da yatırımcı sözleşmesine eklenmesi mümkündür.

Bunlar dışında, yöneticinin belirli bir seviyenin üstünde performans sergilemesi durumunda hak kazanacağı performans ücretine ilişkin olarak da, özellikle yöneticinin performans ücretinin tahsil esaslarına ilişkin olarak nasıl bir sistemi benimseyeceğinin, fonun karının ve nakit fazlasının dağıtımına ilişkin esaslar ile dağıtılan tutarın iadesine ve Yönetici'nin fazla tahsil ettiği ücretin geri çağrılmasına ("clawback") ilişkin usul ve esasların da, yatırımcı sözleşmesinde ihtiyaç duyulan ayrıntıda düzenlenmesi mümkündür.

Yatırımcı sözleşmelerinde sayılanların dışında, fon katılma paylarının devri, nitelikli pay çıkarılması ve benzeri, başka bir yerde düzenlenmeyen daha bir çok husus yatırımcı sözleşmesinde ayrıntılı olarak düzenlenebilmektedir. Bunların yanı sıra her hukuki ilişkinin özünde olan uyuşmazlık çözümü, gizlilik gibi hususlar da, GSYF'lerde yalnızca yatırımcı sözleşmesinde yer almaktadır. Yatırımcı sözleşmesi hükümlerinin hazırlanmasına yatırımcılar da katılabiliyor olsa da, yatırımcılar arasında çatışma olan durumlarda, zaman zaman her yatırımcının ihtiyaçlarını karşılayacak bir hüküm yerine daha çok yatırımcının ihtiyaçlarını karşılayan hükümlere yer verilebilmektedir. Bu gibi durumlarda özellikle kendi mevzuatlarından kaynaklanan yükümlülükleri gereği, sözleşmenin bazı hükümlerine uyum sağlayamayacak olan yatırımcılar (örn: EYF'ler) ile diğer yatırımcılardan gizlenmemek kaydıyla ek protokoller imzalandığı, uluslararası iyi uygulama örneklerinde görülmektedir.

Umurcan Gago

Ortak, Avukat

T: +90 (212) 326 6472

umurcan.gago@gsg hukuk.com

Alper Onar

Kıdemli Müdür, Avukat

T: +90 (212) 326 6311

alper.onar@gsg hukuk.com