T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN FİNANSINDA RİSK SERMAYESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İLKER CAN

ANABİLİM DALI : İŞLETME
PROGRAMI : MUHASEBE-FİNANSMAN

KOCAELİ - 2007

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN FİNANSINDA RİSK SERMAYESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

İLKER CAN

ANABİLİM DALI : İŞLETME
PROGRAMI : MUHASEBE-FİNANSMAN

DANIŞMAN: PROF. DR. ABDURRAHMAN FETTAHOĞLU

KOCAELİ - 2007

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETMELERİN FİNANSINDA RİSK SERMAYESİ

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: İlker CAN
Tezin Kabul Edildiği Enstitü Kurulu Tarihi ve No: 04/07/2007 – 2007/18

Prof. Dr. Abdurrahman FETTAHOĞLU

Yrd. Doç. Dr. Hakan KAPUCU

Yrd. Doç. Dr. Hülya GÜNDÜZ ÇEKMECELİOĞLU

KOCAELİ - 2007

ÖNSÖZ

Ülkelerin ekonomik ve sosyal yapıları içerisindeki konumları, KOBİ'leri ve dolayısıyla da KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünü önemli kılmaktadır. Risk sermayesi de bu sorunların çözümüne yönelik bir alternatif oluşturması açısından, üzerinde önemle durulması gereken bir finansman modelidir. Ayrıca risk sermayesinin esasında bir reel yatırım olan ve bu doğrultuda da ekonomik büyümeye katkı yapan yapısı, modelin önemliliğini arttıran bir unsurdur. Model, yapısı gereği özellikle teknolojik yenilik yaratabilen ülkelerde yaygın ve başarılı bir şekilde uygulanmaktadır. Türkiye ise, risk sermayesi açısından modelin uygulanma olanaklarının arttırılmasına ve gelişimine yönelik neler yapılması gerektiğinin tartışıldığı bir konumda bulunmaktadır. Dolayısıyla risk sermayesi finansman modelinin kuramsal yapısının ve dünya ve Türkiye uygulamalarının incelenmesi, modelin 2000'li yılların başındaki kuramsal içeriğinin ve uygulanma biçiminin ortaya konulması açısından önem taşımaktadır.

"Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansında Risk Sermayesi" konulu bu çalışmada, risk sermayesinin kuramsal yapısı açıklandıktan sonra, ABD ve Avrupa risk sermayesi sektörlerinin yıllar itibariyle gelişimi, genel yapısı ve bu sektörlerdeki eğilimler ve son olarak da Türkiye risk sermayesi sektörünün yapısı ve 2000'li yıllar itibariyle risk sermayesinin Türkiye'deki uygulanabilirliğinin hangi durumda olduğu ortaya konulmaya çalışılmıştır. Özellikle Türkiye risk sermayesi sektörüne ait birçok istatistiksel verinin bulunmaması ve bazı genel bilgilere ve şirket bilgilerine ulaşmanın zorluğu neticesinde bu bilgilere ulaşılamaması, araştırma sürecinde yaşadığım en büyük sorun olmuştur. Buna rağmen araştırmanın, risk sermayesinin kuramsal içeriği ve ABD, Avrupa ve Türkiye risk sermayesi sektörlerinin yapısı ve risk sermayesinin bu sektörlerdeki gelişimi ve uygulanışı konularında bilgi sahibi olmak isteyenlere ve bu konuda araştırma yapacak olan araştırmacılara önemli bilgiler sağlayarak faydalı olacağı kanısındayım.

Değerli katkılarından ötürü hocam Prof. Dr. Abdurrahman Fettahoğlu'na teşekkür eder, araştırmanın konu ile ilgilenenlere faydalı olmasını temenni ederim.

Kocaeli, Mayıs 2007 İlker CAN

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ ..... **I**

İÇİNDEKİLER ..... **II**

ÖZET ..... **VII**

ABSTRACT ..... **VIII**

KISALTMALAR ..... **IX**

TABLO VE ŞEKİLLER ..... **XI**

GİRİŞ **1**

BÖLÜM I. TEMEL KAVRAMLAR **4**

1.1. KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETME **4**

1.1.1. Genel Anlamda KOBİ 4
1.1.2. Avrupa Birliği Ortak KOBİ Tanımı 5
1.1.3. Türkiye'de KOBİ Tanımı 6
1.1.4. KOBİ'lerin Ekonomik Sistem İçindeki Yeri ve Sisteme Katkıları 8

1.2. RİSK SERMAYESİ **11**

1.2.1.Teknolojik Yenilik 12
1.2.2. Girişimci 12
1.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Fonları 13

BÖLÜM II. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ **14**

2.1. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN GENEL YAPISI **14**

2.1.1. Risk Sermayesi Yatırımlarının Özellikleri 14
2.1.2. Risk Sermayesi Finansında Risk Faktörleri 18
2.1.3. Risk Sermayesine Katılma Biçimleri 20

2.1.3.1. Doğrudan Katılım 20
2.1.3.2. Dolaylı Katılım 20
2.1.4. Risk Sermayesi Finansman Aşamaları 21
2.1.4.1. Erken Aşama Yatırımları 21
2.1.4.1.1. Çekirdek Sermayesi 21
2.1.4.1.2. Başlangıç Finansmanı 22
2.1.4.1.3. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı 23
2.1.4.2. İleri Aşama Yatırımları 24
2.1.4.3. Geç Aşama Yatırımları 24
2.1.4.3.1. Köprü Finansmanı 24
2.1.4.3.2. Şirket Kurtarma Finansmanı 25
2.1.4.3.3. Satın Alma Destek Finansmanı 26

2.2. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN SÜRECİ 27

2.2.1. Risk Sermayesi Fonunun Oluşturulması 28
2.2.1.1. Risk Sermayesi Fon Kaynakları 29
2.2.1.2. Risk Sermayesi Şirketleri 30
2.2.2. Risk Sermayesi Yatırımının Yapılması 32
2.2.2.1. İş Planının Hazırlanması 32
2.2.2.2. Ön Değerlendirme 34
2.2.2.3. Birlikte Çalışma 35
2.2.2.4. Değerlendirme 36
2.2.2.4.1. Yatırım Aşamalarının Zaman-Risk Yapısı 37
2.2.2.4.2. Yatırımın Fiyatlandırılması ve Ortaklık Paylarının Belirlenmesi 39
2.2.2.5. Yatırım Sözleşmesinin Düzenlenmesi 40
2.2.2.6. Yatırımın Gerçekleştirilmesi 40
2.2.3. Risk Sermayesi Yatırımından Çıkış 40
2.2.3.1. Halka Arz 41
2.2.3.2. Başka Şirketlere Satış 42

2.3. KURAMSAL RİSK SERMAYESİ FİNANSI ÖRNEKLERİ 42

BÖLÜM III. ABD VE AVRUPA'DA RİSK SERMAYESİ.....48

3.1. ABD'DE RİSK SERMAYESİ.....49

3.1.1. Fon Kaynakları.....50
3.1.2. Yatırım Türleri.....51
3.1.3. Yatırım Yapılan Sektörler.....52
3.1.4. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış Türleri.....53
3.1.5. Risk Sermayesi Yatırımlarının ABD'nin Ekonomik ve Sosyal Hayatı Üzerindeki Etkisi.....54
3.1.6. Risk Sermayesine İlişkin Başlıca Kuruluşlar.....57
3.1.6.1. Küçük İşletmeler İdaresi.....57
3.1.6.2. Ulusal Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Birliği.....59
3.1.6.3. Ulusal Risk Sermayesi Birliği.....59

3.2. AVRUPA'DA RİSK SERMAYESİ.....61

3.2.1. Risk Sermayesi Yatırımlarının Genel Durumu.....61
3.2.1.1. Fon Kaynakları.....63
3.2.1.2. Yatırım Türleri.....63
3.2.1.3. Yatırım Yapılan Sektörler.....64
3.2.1.4. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış Türleri.....65
3.2.1.5. Risk Sermayesi Yatırımlarının Avrupa'nın Ekonomik ve Sosyal Hayatı Üzerindeki Etkisi.....66
3.2.2. AB'de Risk Sermayesi Uygulamaları.....67
3.2.2.1. AB Üyesi Ülkelerin Risk Sermayesi Politikaları.....67
3.2.2.1.1. İngiltere.....67
3.2.2.1.2. Fransa.....68
3.2.2.1.3. Almanya.....69
3.2.2.2. AB Risk Sermayesi Programları.....70
3.2.2.2.1. Avrupa Teknoloji Kolaylığı İşe Başlangıç Desteği.....71
3.2.2.2.2. Çekirdek Sermayesi Hareketi.....71
3.2.2.2.3. Girişimcilik ve Yenilik Programı.....72
3.2.2.2.4. KOBİ'ler İçin Ortak Avrupa Kaynakları Programı.....73

BÖLÜM IV. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ.....74

4.1.RİSK SERMAYESİNE İLİŞKİN YASAL MEVZUAT 74

4.1.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği.....74
4.1.2. Risk Sermayesine Yönelik Devlet Yardımlarına İlişkin Mevzuat.....79

4.2. RİSK SERMAYESİNE İLİŞKİN BAŞLICA KURULUŞLAR.....80

4.2.1. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı.....80
4.2.2. Türkiye Halk Bankası A.Ş. 82
4.2.3. Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu 82
4.2.4. Hazine Müsteşarlığı.....84
4.2.5. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı.....84
4.2.6. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. 86
4.2.7. Türk Risk Sermayesi Derneği.....87
4.2.8. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri 88

4.3. KOBİ'LERE YÖNELİK SERMAYE PİYASASI ORGANİZASYONLARI 90

4.3.1. İkinci Ulusal Pazar 92
4.3.2. Yeni Ekonomi Pazarı.....93
4.3.3. Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş. 94

4.4. RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI VE FONLARI.....96

4.4.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları 96
4.4.1.1.Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 96
4.4.1.2. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 98
4.4.1.2.1. Yatırım Politikası.....99
4.4.1.2.2. Risk Sermayesi Yatırımları 100
4.4.1.3. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 104
4.4.1.3.1. Yatırım Politikası.....104
4.4.1.3.2. Risk Sermayesi Yatırımları 105

4.4.1.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yatırımlarının Görünümü 106
4.4.2. Risk Sermayesi Fonları 108
4.4.2.1. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı Girişim Fonu 108
4.4.2.2. Turkven 109

4.5. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİNİ UYGULAMA OLANAKLARI 110

4.5.1. Türkiye'nin Risk Sermayesi Altyapısı 111
4.5.1.1. Türkiye'nin Girişimcilik Kültürü 111
4.5.1.2. Türkiye'nin Yeni Teknoloji Yaratma Kapasitesi 113
4.5.1.3. Türkiye'nin Risk Sermayesi Fon Yapısı Yapısı 117
4.5.2. Türkiye'nin Finansal ve Ekonomik Göstergelerinin Risk Sermayesine Uygunluğu 121
4.5.3. Türkiye'nin Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış Ortamı 125
4.5.4. Risk Sermayesine İlişkin Mevzuatların Uygunluğu 126
4.5.5. Türkiye'de Risk Sermayesinin Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi 127

SONUÇ 130

YARARLANILAN KAYNAKLAR 136

ÖZET

Bu çalışmada, risk sermayesi finansman modelinin kuramsal yapısı ve ABD, Avrupa ve Türkiye risk sermayesi sektörleri, KOBİ'ler odaklı olarak incelenmiştir.

Ülkelerin ekonomik ve sosyal yapıları içerisindeki konumları, KOBİ'leri ve dolayısıyla da KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünü önemli kılmaktadır. Risk sermayesi ise, öz kaynak şeklinde finanse edilme imkanı sunması nedeniyle, bu finansal sorunların çözümünde KOBİ'ler tarafından tercih edilebilir olmaktadır. Ayrıca risk sermayesinin özünde bir reel yatırım olan yapısı, risk sermayesinin gelişimini ülke ekonomileri açısından da önemli kılmaktadır.

Çeşitli finansman aşamalarından oluşan risk sermayesi, özellikle her açıdan gelişmiş olan ve teknolojik yenilik yaratabilen ABD, İngiltere, Japonya, Fransa, Güney Kore, Kanada vb. ülkelerde yaygın ve başarılı bir şekilde uygulanmaktadır. Buna karşılık az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler, modelin uygulanışı konusunda büyük sorunlar yaşayabilmektedirler.

Risk sermayesi yatırımlarının dünyadaki gelişimi incelendiğinde, erken aşama yatırımlarının yıllar geçtikçe azaldığı, buna karşılık geç aşama yatırımlarının ise arttığı görülmektedir. 21. yüzyılın başı itibariyle, özellikle bir geç aşama yatırımı olan satın alma destek finansmanı yatırımları, risk sermayesi yatırımlarının büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Bu durum, özellikle erken aşamalarda büyük finansal sorunlar yaşadıkları bilinen KOBİ'ler açısından olumsuz bir gelişme olarak göze çarpmaktadır.

Türkiye ise, 21. yüzyılın başı itibariyle risk sermayesinin uygulanabilirliği konusunda, girişimcilik ve yeni teknoloji yaratma kapasitesi açısından temel sorunlar yaşamaktadır. Bu nedenle Türkiye açısından risk sermayesi, modelin işleyişindeki sorunların ve gelişimi yönünde neler yapılması gerektiğinin tartışıldığı bir konumda bulunmaktadır. Ancak Türkiye'de özellikle 2001 yılından sonra yaşanan istikrarlı ekonomik büyüme, faiz ve enflasyon oranlarında yaşanan düşüşler ve bunun devamına ilişkin olumlu beklentiler ve KOBİ'lerin desteklenmesi hususundaki ulusal bilincin ve AR-GE faaliyetlerine yönelik desteklerin artması, Türkiye risk sermayesi sektörünün ilerleyen yıllardaki gelişme potansiyeline yönelik olumlu göstergelerdir.

ABSTRACT

In this study, theoretical structure of venture capital financing method and venture capital sectors of the United States (US), Europe and Turkey were researched with the basis of Small and Medium-Sized Enterprises (SME).

The situation in the economical and social structure of countries makes SME and their financial problems highly crucial. Venture capital is being chosen by SME, because of offering financing opportunity as being equity capital in solving these problems. In addition, venture capital's development is being considerable for countries' economies because of the venture capital's main feature formation is a real investment.

Venture capital, that comprises many financing stages, is commonly and successfully being put into practice especially in countries which are developed by every aspects and can create technological innovation such as US, United Kingdom, Japan, France, South Korea, Canada etc. On the contrary, less-developed and developing countries may have serious difficulties about application of the method.

If the progress of venture capital investments in the world were analysed, decrease in early stage investments year after year contrarily increase in later stages can be seen in the world. Especially buyouts, which are kind of a later stage investment, form most of venture capital investments by the early 21st century. This circumstance is a noticeable and negative progress for SME which are known as having important financial troubles in early stages.

Turkey has main problems about venture capital application business by the sides of entrepreneurship and new technology creation capacity in the early 21st century. Because of this condition, venture capital is in the situation that is being discussed the problems and necessities of venture capital process for Turkey. But especially after 2001, the stable development in the economy, steady decreases in interest rates and inflation and expectations about keeping this condition and increase in national consciousness on SME supports and reinforce in research&development activities in Turkey are positive indicators for the development capacity about the venture capital sector of Turkey in following years.

KISALTMALAR

AB : Avrupa Birliği

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

AR-GE : Araştırma-Geliştirme

AR&D : Amerikan Araştırma ve Geliştirme Şirketi (American Research &Development Corporation)

CIP : Rekabet Edilebilirlik ve Yenilik Çerçeve Programı (Competitiveness and Innovation Framework Programme)

DPT : Devlet Planlama Teşkilatı

EIB : Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank)

EIF : Avrupa Yatırım Fonu (European Investment Fund)

EIP : Girişimcilik ve Yenilik Programı (Entrepreneurship and Innovation Programme)

ETF : Avrupa Teknoloji Kolaylığı (European Technology Facility)

EVCA : Avrupa Risk Sermayesi Birliği (European Private Equity & Venture Capital Association)

GİP : Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.

GSMH : Gayri Safi Milli Hasıla

GSYİH : Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

GSYO : Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Halkbank : Türkiye Halk Bankası A.Ş.

IFC : Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation)

ITD : İletişim Teknoloji Danışmanlık ve Ticaret A.Ş.

İMKB : İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

İşbank : Türkiye İş Bankası A.Ş.

İş Girişim : İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

İUP : İkinci Ulusal Pazar

JEREMIE : KOBİ'ler İçin Ortak Avrupa Kaynakları Programı (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises)

KGF : Kredi Garanti Fonu A.Ş.

KOBİ : Küçük ve Orta Ölçekli İşletme

KOBİAŞ : KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

KOSGEB : Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı

MPEE : Çok Yıllı Girişim ve Girişimcilik Programı (Multiannual Programme for Enterprise and Entrepreneurship)

NASBIC : Ulusal Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Birliği (National Association of Small Business Investment Companies)

NVCA : Ulusal Risk Sermayesi Birliği (National Venture Capital Association)

OECD : Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development)

RSYO : Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

SBA : Küçük İşletmeler İdaresi (Small Business Administration)

SBIC : Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Companies)

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

TESK : Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu

TİSK : Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonu

TGB : Teknoloji Geliştirme Bölgeleri

TKB : Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.

TOBB : Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

TSKB : Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

TSPAKB : Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği

TTGV : Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı

TTGVGF : Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı Girişim Fonu

TTK : Türk Ticaret Kanunu

TurkVCa : Türk Risk Sermayesi Derneği

TÜBİTAK : Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu

TÜİK : Türkiye İstatistik Kurumu

USD : Amerikan Doları

Vakıfbank : Türkiye Vakıflar Bankası Türk A.Ş.

VGSYO : Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

YEP : Yeni Ekonomi Pazarı

YŞP : Yeni Şirketler Pazarı

YTF : Yatırımları Teşvik Fonu

TABLO VE ŞEKİLLER

Tablo 1.1. : Bazı Ülke Ekonomilerinde KOBİ'lerin Yeri..... 9

Tablo 2.1. : Yatırım Aşamalarının Zaman Risk Yapısı..... 37

Tablo 3.1. : ABD ve Avrupa'da Risk Sermayesi Sınıfları..... 48

Tablo 3.2. : ABD'de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı..... 49

Tablo 3.3. : ABD'de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Türleri..... 51

Tablo 3.4. : ABD'de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı..... 53

Tablo 3.5. : ABD'de Gerçekleşen Risk Sermayesi Çıkış Türleri..... 54

Tablo 3.6. : Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı..... 61

Tablo 3.7. : Bazı Avrupa Ülkeleri'nin Risk Sermayesi Yatırımları (2005)..... 62

Tablo 3.8. : Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Fon Kaynakları (2005)..... 63

Tablo 3.9. : Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Türleri..... 64

Tablo 3.10. : Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı..... 64

Tablo 3.11. : Avrupa'da Gerçekleşen Risk Sermayesi Çıkış Türleri..... 65

Tablo 4.1. : Türkiye Menkul Kıymet Piyasalarındaki Şirket Sayıları (Nisan 2007)..... 91

Tablo 4.2. : Bazı Ülkelerdeki Ana Borsa İçindeki KOBİ Borsalarının Karşılaştırılması..... 93

Tablo 4.3. : Bazı Ülkelerdeki Ana Borsa Dışında Ayrı Tüzel Kişiliğe Sahip KOBİ Borsaları..... 95

Tablo 4.4. : Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Aralık 2006 Tarihli Ortaklık Yapısı..... 96

Tablo 4.5. : Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Mart 2007 Tarihindeki Girişim Şirketi Portföyü..... 98

Tablo 4.6. : İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Mart 2007 Tarihli Ortaklık Yapısı..... 98

Tablo 4.7. : İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Mar t 2007 Tarihindeki Girişim Şirketi Portföyü..... 103
Tablo 4.8. : KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Aralık 2006 Tarihli Ortaklık Yapısı..... 104
Tablo 4.9. : İMKB'ye Kayıtlı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Portföylerine İlişkin Veriler..... 107
Tablo 4.10. : Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Risk Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Veriler (1996-2007 İlk Çeyrek)..... 108
Tablo 4.11. : Turkven'in Risk Sermayesi Yatırımları..... 110
Tablo 4.12. : Türkiye'nin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Girişimcilik Göstergeleri..... 112
Tablo 4.13. : Gayri Safi AR-GE Harcamalarının GSYİH İçerisindeki Payı (%)..... 114
Tablo 4.14. : Türkiye'nin Bilimsel Yayın ve Patent Sayılarına İlişkin Veriler..... 115
Tablo 4.15. : Teknolojik Yenilik Yapma Kapasitesi Açısından 2002 Yılı Ülke Sıralamaları..... 115
Tablo 4.16. : Büyüklük Grubuna Göre Türkiye'deki Şirketlerin 2002-2004 Yılları Arasında Teknolojik Yenilik Yapma Oranları..... 116
Tablo 4.17. : Türkiye'deki Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı..... 120
Tablo 4.18. : Türkiye'ye İlişkin Bazı Finansal ve Ekonomik Veriler..... 121
Tablo 4.19 : Hazine'nin İç Borç Rakamlarına İlişkin Veriler..... 124

Şekil 2.1. : Risk Sermayesi Finansman Süreci..... 28
Şekil 2.2. : Yatırım Projelerinin Riskinin Değerlendirilmesi..... 38

GİRİŞ

Risk sermayesi, dünyadaki ekonomik değişimin ve KOBİ'lerin finansal sorunlarının ve kendilerine has özelliklerinin birebir örtüştüğü bir finansman yöntemidir. Dünya ekonomisinin bilgi ekonomisine dönüşmesi süreci içerisindeki KOBİ'lerin mevcut konumu, risk sermayesinin ortaya çıkışının zeminini hazırlamıştır. Dünya ekonomisinin yeni teknoloji üretimi odaklı yapısı ve yeni teknolojilerin KOBİ'lerin üretim süreçlerine uygulanması veya farklı ürünlerin ya da hizmetlerin KOBİ'lerde üretilmesi sonucunda KOBİ'lerin yüksek büyüme hızı potansiyelleri sunmaları, risk sermayesini hem KOBİ'ler hem de risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları(risk sermayesi şirketleri) açısından önemli bir finansman modeli haline getirmiştir.

Sermaye sahipleri, küreselleşen dünya ekonomisi içerisinde sermayelerine en fazla getiriyi getirecek yatırım fırsatlarını kovalamaktadırlar. Riski düşük ve paralelinde de getirisi düşük yatırım seçeneklerini tercih eden sermaye sahipleri olduğu gibi, yüksek riske katlanan ve karşılığında da yüksek getiri hedefleyen sermaye sahipleri de bulunmaktadır. İşte bu riskli fakat yüksek getiri potansiyeli olan yatırımlara yönelen sermaye sahipleri, risk sermayesi şirketleri oluşturarak teknolojik yenilik odaklı risk sermayesi yatırımlarını fonlamaktadırlar. Risk sermayesi finansman modelinde risk sermayesi şirketleri ile KOBİ'leri buluşturan ve KOBİ'leri risk sermayesi için önemli kılan, KOBİ'lerin sahip olduğu hızlı büyüme ve neticesinde de risk sermayesi şirketlerine sağlayabilecekleri yüksek getiri potansiyelleridir. Bu bakımdan risk sermayesi şirketlerinin amaçları ile KOBİ'lerin yapısı örtüşmektedir. Yani KOBİ'lerin yapısı, risk sermayesi finansman modelindeki teknolojik yeniliğin getirdiği hızlı büyüme-yüksek getiri bileşimininin gerçekleştirilmesi için uygun koşulları yaratmaktadır.

Bu uyumun yanı sıra, KOBİ'lerin finansal sorunları da KOBİ'ler açısından risk sermayesini tercih edilebilir kılmaktadır. KOBİ'lerin yetersiz öz sermaye ile faaliyete başlamaları veya faaliyetlerinin ilerleyen dönemlerinde finansal sorunlarının giderilmesi konusunda krediyle finansman yöntemini tercih etmeleri, KOBİ'leri büyük finansal sorunlar içerisine sokabilmektedir. Çünkü öz sermayeden çok borç ağırlıklı bir finansmana başvurmaları halinde KOBİ'ler, yapıları gereği borçların

ödenmesinde ve işletme sermayesinin yeterliliği konusunda önemli sorunlar yaşayabilmektedirler. Bunun yanında KOBİ'ler, kredi bulma konusunda da teminat ve yüksek faiz gibi zorlayıcı koşullarla karşılaşabilmektedirler. KOBİ'lerin finansman konusunda yaşadıkları bu sorunlar, KOBİ'ler için alternatif finansman yöntemlerinin önemini arttırmaktadır. Bu bakımdan risk sermayesi, öz kaynak şeklinde finanse edilme imkanı sunmasından ötürü KOBİ'ler açısından tercih edilebilir olmaktadır. KOBİ'ler risk sermayesi ile, borç-alacak ilişkisine ve herhangi bir faiz ve geri ödeme yükümlülüğü altına girmeden, risk sermayesi şirketleri tarafından ortaklık şeklinde finanse edilme imkanına kavuşmuş olmaktadırlar.

Risk sermayesinin amacı ile KOBİ'lerin yapısının uygunluğunun yanı sıra risk sermayesinin gelişimi ve kullanımının yaygınlaşması, ülke ekonomilerinin gelişimi açısından da büyük önem taşımaktadır. Esasında bir reel yatırım olan risk sermayesi, yeni teknolojilerin hayata geçirilmesi konusunda rekabet gücü yüksek pazarlanabilir ürünler veya hizmetler yaratarak reel büyüme açısından ülke ekonomilerine büyük katkılar sağlamaktadır. Bu katkının yanında, ülkelerin ekonomik yapıları içerisindeki önemleri nedeniyle KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde bir alternatif oluşturan risk sermayesinin gelişimi, istihdam, katma değer, ihracat, vergi geliri vb. konularda ekonomik ve sosyal yapılara yönelik olumlu yönde önemli katkılar sağlayabilecek bir husustur. Risk sermayesi özellikle gelişmekte olan ülkelerde ekonomik büyüme konusunda hızlandırıcı görevi görebilecek bir yapıya sahiptir. Bu nedenle risk sermayesi, üzerinde önemle durulması ve göz ardı edilmemesi gereken bir finansman modelidir.

Risk sermayesi, teknoloji odaklı yapısı gereği ABD, Japonya, Güney Kore, Kanada ve Avrupa'nın birçok ülkesinde etkili ve yaygın bir şekilde kullanılmaktadır. Risk sermayesi yatırımları birçok açıdan bu ülkelerin ekonomik ve sosyal hayatlarına önemli katkılarda bulunmaktadır. Ayrıca Microsoft, Google, Apple, Cisco vb. birçok dev şirketin ve markanın yaratılmasında risk sermayesi finansının önemli katkıları olmuştur. Bu doğrultuda risk sermayesinin Türkiye'deki gelişimi, Türkiye'nin girşimcilik hamlelerinin desteklenmesi açısından da büyük önem taşımaktadır.

Dört bölümden oluşan bu çalışmada, risk sermayesi finansman modelinin kuramsal yapısının yanı sıra, ABD, Avrupa ve Türkiye risk sermayesi sektörleri

incelenmiştir. ABD ve Avrupa risk sermayesi sektörlerinin tarihsel seyri, gelişimi ve sektörlerdeki eğilimler, konuyla ilgili istatistiksel veriler odağında ortaya konulmuştur. Ayrıca ABD ve Avrupa ülkelerinin risk sermayesi politikalarına ve kuruluşlarına da yer verilmiştir. Türkiye açısından ise konu, çoğunlukla girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına yoğunlaşılarak incelenmiş ve modelin uygulanabilirliği konusunda Türkiye'nin 21. yüzyıl başındaki konumu, yine istatistiksel veriler ile ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Çalışmanın birinci bölümünde, konuya ilişkin temel kavramlar açıklanmıştır. Bu doğrultuda; KOBİ tanımları, KOBİ'lerin ülkelerin ekonomik sistemleri içerisindeki yeri ve risk sermayesi ve risk sermayesine ilişkin temel kavramlar olan teknolojik yenilik, girişimci ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları kavramlarına yer verilmiştir.

İkinci bölümde, risk sermayesi finansman modelinin kuramsal yapısı açıklanmıştır. Modelin genel özellikleri ve işleyişi ayrıntılı olarak ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde, ABD ve Avrupa risk sermayesi sektörlerinin tarihsel seyri, ağırlıklı olarak istatistiksel verilerle ortaya konulmuştur. Bu doğrultuda ABD ve Avrupa risk sermayesi sektörlerindeki trendler, risk sermayesi sektörlerinin yapısı ve risk sermayesi politikaları ve programları incelenmiştir.

Çalışmanın dördüncü ve son bölümünde ise, Türkiye risk sermayesi sektörünün bir incelemesi yapılmıştır. Türkiye risk sermayesi sektörünün yapısına ilişkin yasal mevzuat, temel kuruluşlar, yatırımlardan çıkış koşulları ve özellikle girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ve bu ortaklıkların risk sermayesi yatırımları ayrıntılı olarak incelenmiştir. Son olarak istatistiksel veriler yardımıyla, Türkiye'nin 2000'li yılların başı itibariyle risk sermayesinin uygulanabilirliği konusunda hangi konumda bulunduğu ve bu konudaki mevcut sorunlarının neler olduğu ortaya konulmaya çalışılmıştır.

BÖLÜM I. TEMEL KAVRAMLAR

Bu bölümde, araştırmaya temel oluşturan küçük ve orta ölçekli işletme(KOBİ) ve risk sermayesi kavramları açıklanmaktadır. Bu doğrultuda Türkiye ve Avrupa Birliği(AB)'ndeki KOBİ tanımlarının yanı sıra, risk sermayesi ve risk sermayesine ilişkin temel kavramlar tanımlanmaktadır.

1.1. KÜÇÜK VE ORTA ÖLÇEKLİ İŞLETME

1.1.1. Genel Anlamda KOBİ

Genel anlamda KOBİ'ler, çeşitli kriterler açısından belirli büyüklüklerden küçük olan veya bazı özellikleri barındırmayan ya da taşıyan işletmelerdir. KOBİ tanımlarında kullanılan kriterlerin ülkeler, kurum veya kuruluşlar arasında farklılıklar göstermesi, çok çeşitli KOBİ tanımlarının ortaya çıkmasına neden olmuştur. Dolayısıyla üzerinde uzlaşılmış evrensel bir KOBİ tanımı bulunmamaktadır.

Uygulamalarda KOBİ'lerin, çoğunlukla çalışan kişi sayısı, yıllık ciro-net satış tutarı ve bağımsız yönetim kriterleri baz alınarak tanımlandığı görülmektedir. Bunların dışında aktif toplamı, yaratılan katma değer, öz sermaye, ödenen vergi miktarı vb. büyüklükler de kullanılabilmekte ve KOBİ tanımları çeşitlenebilmektedir. Kurum ve kuruluşlar, kendi özel durumlarıyla ilişkili olarak KOBİ'leri tanımlamakta ve o tanımlar doğrultusunda düzenleme ve uygulamalarını yürütmektedirler. KOBİ tanımının gerekliliği, KOBİ'lere ilişkin işlemlerin ve faaliyetlerin yürütülmesi bakımından önem arz etmektedir. Özellikle yurt içinde genel bir KOBİ tanımının yapılması, doğabilecek karışıklıkların önlenmesi ve KOBİ faaliyetlerinin standart bir düzenlemeye tabi tutulması açısından önemlidir.

KOBİ'ler, KOBİ kavramını yaratan ve kendilerini büyük işletmelerden ayıran çeşitli ortak özelliklere sahiptirler. Nitel ve nicel olarak sınıflandırılan bu özellikler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

-**Nicel Özellikler:** Yıllık satışlar veya üretim miktarı, çalışan kişi sayısı, öz sermaye, çalışma sermayesi tutarı, toplam yatırım miktarı, çalışanlara ödenen toplam ücret ve/veya maaş tutarı, aktif toplamı, ödenen vergi miktarı, belirli bir sürede

kullanılan ham madde ve/veya malzeme miktarı, harcanan enerji miktarı, işletmenin sektörel piyasa payı, kapasite ve/veya kapasite kullanım oranı, belirli bir sürede yapılan satışların ve/veya kârın tutarı, kullanılan ve/veya yararlanılan alanın büyüklüğü, ihracatın satışlardaki payı, müşteri kapasitesi, yaratılan katma değer vb. büyüklüklerinin, büyük işletmelere kıyasla daha düşük seviyede bulunması.

-**Nitel Özellikler:** Genellikle aile işletmeleri şeklinde örgütlenme, bağımsız yönetim, finansal yetersizlik, bilimsel yönetim tekniklerinin uygulanmaması veya yeterince kullanılmaması, profesyonel bir yönetim yapısına sahip olunmaması, yönetim fonksiyonlarının çoğunlukla çok az kişi tarafından yürütülmesi, girişimcinin işletmede fiilen çalışması, sermaye ve para piyasalarına katılamama, piyasa payının sınırlı olması, hedef piyasanın yöresel olması, piyasalardaki etkinlik gücünün yetersizliği, finansman olanakları yaratmada güçlük, işletme iç ve dış ilişkilerinin kişisel olması, sermayenin tamamen veya büyük bir bölümünün işletme sahibine ait olması, çoğunlukla düşük teknolojiyle üretim yapılması vb.

1.1.2. Avrupa Birliği Ortak KOBİ Tanımı

AB, KOBİ'lerin ekonomik ve sosyal hayat içerisindeki önemlerini dikkate alarak, Birlik içinde özellikle KOBİ'lere yönelik teşvik ve desteklerin uygulanması konusunda meydana gelebilecek karışıklıkları önlemek ve KOBİ faaliyetlerinde baz alınan KOBİ tanımını standartlaştırmak amacıyla ortak bir KOBİ tanımı geliştirmiştir.

Avrupa Komisyonu bu konudaki ilk düzenlemeyi, öneri niteliği taşıyan ve AB Resmi Gazetesi'nde yayınlanan 30 Nisan 1996 tarihli, 96/280 sayılı tavsiye kararı(96/280/EC Official Journal L 107, 30/04/1996 P.0004-0009) çerçevesinde KOBİ'leri işçi sayısı, yıllık ciro ve bağımsızlık(işletme sermayesinin ya da hisse senetlerinin %25 veya daha fazlasının bir ya da birkaç büyük işletmeye ait olmaması) kriterleri doğrultusunda tanımlayarak gerçekleştirmiştir[1]. Daha sonra 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere; mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelerin tanımlanmasına yönelik alınan 6 Mayıs 2003 tarihli kararın, 20 Mayıs 2003 tarihli L

[1] Müslüme Narin ve Sevim Akdemir, "Türkiye'de KOBİ'lere Sağlanan Destekler", ***Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Ekonomik Yaklaşım Dergisi***, 2005, Cilt 16, No: 55, http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/Default.aspx?r=b (6 Kasım 2006), ss. 43-68.

124 sayılı AB Resmi Gazetesi'nde yayınlanması ile mikro, küçük ve orta ölçekli işletmelerin AB'deki ortak tanımı şu şekilde oluşmuştur[2]:

-10'dan az çalışanı bulunan, yıllık ciro ve/veya bilançosu 2 milyon avroyu(€) geçmeyen işletmeler mikro işletmeler,

-10-49 arası çalışanı bulunan, yıllık ciro ve/veya bilançosu 10 milyon €'yu geçmeyen işletmeler küçük işletmeler,

-50-249 arası çalışanı bulunan, yıllık cirosu 50 milyon €'dan düşük ve/veya yıllık bilançosu en fazla 43 milyon € olan işletmeler orta büyüklüklü işletmelerdir.

Sonuç olarak AB ortak KOBİ tanımı; "*yıllık cirosu 50 milyon €'dan, yıllık bilançosu 43 milyon €'dan ve çalışan sayısı 250'den az olan işletmeler KOBİ'dir*", şeklindedir. Ayrıca aynı Avrupa Komisyonu kararınca; bir işletmenin sermayesinin ya da oy haklarının %25'i veya daha fazlası doğrudan veya dolaylı olarak bir ya da daha fazla kamu kuruluşu tarafından yönetiliyorsa, o işletme KOBİ olarak tanımlanmamaktadır.

1.1.3. Türkiye'de KOBİ Tanımı

Türkiye'de genel kabul görmüş ve standart bir uygulamaya esas alınan bir KOBİ tanımı bulunmamaktadır. Bu bağlamda KOBİ'lerle ilgili bütün kurum ve kuruluşlar, kendi KOBİ tanımları doğrultusunda faaliyetlerini sürdürmektedirler. Konuyla ilgili kaynaklar tarandığında, tanımlamalarda genellikle çalışan sayısı kriterinin kullanıldığı görülmektedir.

Ülke genelinde KOBİ uygulamalarında yaşanan veya yaşanabilecek karışıklıkların önlenmesi amacıyla ve AB'ye uyum süreci çalışmaları doğrultusunda, KOBİ tanımının standartlaştırılması çalışmaları yapılmaktadır. Bu doğrultuda Sanayi ve Ticaret Bakanlığının 28 Temmuz 2005 tarihli ve 5674 sayılı yazısı üzerine, 3143 sayılı *Sanayi ve Ticaret Bakanlığının Teşkilat ve Görevleri Hakkında Kanun*'un ek 1'inci maddesine göre; Bakanlar Kurulunca 19 Ekim 2005 tarihinde yürürlüğe girmesi kararlaştırılmış *Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri*

[2] "European Union Official Journal", *Definition of Micro, Small and Medium-Sized Enterprises*, 2003, No: 20/05/2003. L 124, http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/n26026.htm (31 Ekim 2006).

ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik uyarınca mikro, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler şu şekilde tanımlanmıştır[3]:

-Mikro İşletme: 10 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu 1 milyon YTL'yi aşmayan işletmelerdir.

-Küçük İşletme: 50 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu 5 milyon YTL'yi aşmayan işletmelerdir.

-Orta Büyüklükteki İşletme: 250 kişiden az yıllık çalışan istihdam eden ve yıllık net satış hasılatı ya da mali bilançosu 25 milyon YTL'yi aşmayan işletmelerdir.

Aynı yönetmelikte; "Küçük ve orta büyüklükteki işletmeleri ilgilendiren mevzuatın uygulanmasında bu Yönetmelik hükümleri esas alınır. Ancak; KOBİ'lere yönelik destek sağlayan kuruluşlar, bu Yönetmelikte belirtilen sınırları aşmamak kaydıyla, kendi sektör ve büyüklük önceliklerini belirleyebilirler. Devlet yardımları dışındaki uygulamalar için sadece çalışan sayıları dikkate alınabilir.", denilmektedir. Bu açıklamalardan, KOBİ tanımı konusunda genel bir standartlaştırmanın yapılmadığı anlaşılmaktadır. Ancak Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), KOBİ tanımını bu tanım doğrultusunda güncellemiştir.

Sanayi ve Ticaret Bakanlığının bu tanımı dışında, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Hazine Müsteşarlığı, Türkiye İstatistik Kurumu(TÜİK) ve Türkiye Halk Bankası A.Ş.(Halkbank)'nin KOBİ tanımları aşağıdaki gibidir[4]:

-Dış Ticaret Müsteşarlığına göre; 28 Ocak 2000 tarih ve 23948 sayılı Resmi Gazete'nin 45. sayfasında yayımlanan Tebliğ doğrultusunda, imalat sanayiinde faaliyet gösteren, 1-200 işçi çalıştıran, gerçek usülde defter tutan, arsa ve bina hariç sabit sermaye tutarı bilanço net değeri itibariyle 2 milyon USD karşılığı YTL'yi aşmayan işletmeler KOBİ'dir.

[3] "Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik", *KOBİ Araştırma ve Danışma Merkezi Müdürlüğü*, 2005, http://www.tobb.org.tr/organizasyon/sanayi/kobi/kobi_tanimi_yonetmelik.doc (4 Kasım 2006), s. 2.
[4] Narin ve Akdemir, a.g.m., s. 43-68.

-Hazine Müsteşarlığına göre; imalat sanayiinde faaliyette bulunan ve yasal defter kayıtlarında arsa ve bina hariç, makine ve teçhizat, araç ve gereçleri, döşeme ve demirbaşları toplamının net tutarı 950.000 YTL'yi aşmayan, bağımsız nitelikte ve/veya sermayesinin en fazla %25'i büyük işletmelere ait olan; 1-9 işçi çalıştıran işletmeler çok küçük ölçekli, 10-49 işçi çalıştıran işletmeler küçük ölçekli, 50-250 işçi çalıştıran işletmeler orta ölçekli işletmelerdir.

-TÜİK'e göre resmi bir KOBİ tanımı bulunmamaktadır. Ancak TÜİK, KOBİ'lere ilişkin 1991 yılında özel bir anket uygulamıştır. Bu anketteki sınıflamada; 1-9 kişi çalıştıran işletmeler çok küçük ölçekli, 10-49 kişi çalıştıran işletmeler küçük ölçekli, 50-99 kişi çalıştıran işletmeler orta ölçekli, 100 ve üzerinde kişi çalıştıran işletmeler ise büyük ölçekli işletmeler olarak tanımlanmıştır.

-Halkbank'a göre; işyerlerinde 1-250 işçi çalıştıran ve kanuni defter kayıtlarındaki arsa ve bina hariç, makine, tesisat ve cihazları, taşıt araç ve gereçleri, döşeme ve demirbaşları toplamının net tutarı 950 bin YTL'yi aşmayan işletmeler KOBİ'dir.

Bu tanımlamaların dışında da birçok kuruluşun kendi KOBİ tanımları bulunmaktadır. Bazı tanımlamalarda çok küçük veya mikro işletme ayrımı yapılsa da, bu işletmeler de KOBİ kapsamında değerlendirilmektedir.

1.1.4. KOBİ'lerin Ekonomik Sistem İçindeki Yeri ve Sisteme Katkıları

KOBİ'ler istihdam yaratma, yatırım hacmini genişletme, teknolojik yeniliklere çabuk uyum sağlama, kırsal bölgelerden büyük şehirlere göçü engelleme, büyük işletmelere ara malı temin etme vb. fonksiyonları ile ülkelerin ekonomik ve toplumsal yapılarına çok önemli katkılarda bulunmaktadırlar. Dünya'nın küreselleşme sürecine girmesi ve büyük-güçlü işletmelerin daha da büyüyerek çok uluslu işletmeler haline gelmesi, KOBİ'lerin bu işletmelerle rekabet etmesinin olanaksız hale gelmiş olduğu ve bu durum sonucunda KOBİ'lerin ekonomik hayat içerisinde yaşamalarının zor, hatta imkansız olduğu görüşünü yaygınlaştırmıştır. Ancak KOBİ'ler varlıklarını sürdürmeyi başarmışlar ve ekonomik işlevlerinin önemliliğini artan bir şekilde korumuşlardır.

KOBİ'lerin ülkelerin ekonomik ve sosyal yapıları içindeki konumları, ekonomik ve sektörel yapıların ve uygulanan siyasi politikaların ülkeden ülkeye farklılaşması nedeniyle değişmektedir. Ancak bu durum, KOBİ'lerin ülkelerin ekonomik sistemlerinde önemli bir yere ve konuma sahip olduğu gerçeğini değiştirmemektedir.

Tablo 1.1. Bazı Ülke Ekonomilerinde KOBİ'lerin Yeri

Ülke Adı	Tüm İşletmeler İçindeki Payı (%)	Toplam İstihdam İçindeki Payı (%)	Toplam Yatırım İçindeki Payı (%)	Katma Değer İçindeki Payı (%)	Toplam İhracat İçindeki Payı (%)	Toplam Kredilerden Aldıkları Pay (%)
ABD	97.2	50.4	38.0	36.2	32.0	42.7
Almanya	99.8	64.0	44.0	49.0	31.1	35
Japonya	99.4	81.4	40.0	52.0	38.0	50.0
Fransa	99.9	49.4	45.0	54.0	23.0	48.0
İngiltere	96.0	36.0	29.5	25.1	22.2	27.2
Hindistan	98.6	63.2	27.8	50.0	40.0	15.3
İtalya	97.0	56.0	36.9	53.0	—	—
G.Kore	97.8	61.9	35.7	34.5	20.2	46.8
Türkiye	98.8	45.6	6.5	37.7	8.0	3-4

Kaynak: "Türkiye'de KOBİ'lerin Yeri ve Önemi", *Bilgi Bankası / Ekonomi ve İş Dünyası*, http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/ekonomi/001.html (13 Ekim 2006).

Tablo 1.1'deki rakamlar, KOBİ'lerin ülke ekonomilerinin çok önemli bir parçası olduğunu açıkça göstermektedir. "*KOBİ / Büyük İşletme Oranı*" işletme sayıları açısından çok yüksekken, diğer kalemlerde bir azalma göstermektedir. Bunun ülkeden ülkeye değişen çok çeşitli nedenleri olabilmektedir. Tabii ki büyük işletmelerin KOBİ'lerle kıyaslanamayacak boyutlardaki sermaye güçleri ve finansman olanakları, rakamlardaki dengeyi KOBİ'ler aleyhine bozmaktadır. Bunun dışında siyasi ve makro ekonomik istikrar, yasal mevzuatlar, finansal sistem vb. birçok faktör de bu konu üzerinde etkili olabilmektedir. Hindistan ve Türkiye gibi diğer ülkelere kıyasla daha az gelişmiş ülkelerde, KOBİ'lerin kredilerden aldıkları pay nispi olarak daha büyük bir azalma göstermektedir. Özellikle Türkiye'de %3-4 olan kredi payı, Türkiye'deki KOBİ'lerin çok önemli finansal sorunlar yaşadığının bir işareti olarak gözükmektedir. Yatırımlar, istihdam, katma değer ve ihracat açısından dünya genelinde büyük payları ve yararları olduğu açıkça görülen KOBİ'lerin ülke ekonomilerine sağladıkları ve sağlayabilecekleri katkılar düşünülürse; özellikle az gelişmiş ve/veya gelişmekte olan ülkelerde KOBİ'lerin

finansal sorunlarının çözümü, bu ülkelerin ekonomik büyüme hamlelerini gerçekleştirebilmeleri açısından olumlu bir gelişme olacaktır.

KOBİ'ler, ülke ekonomilerindeki önemli konumlarına paralel olarak, birçok ekonomik-toplumsal işlevi yerine getirmektedirler. Bu işlevler şu şekilde sıralanabilir[5]:

-KOBİ'ler, gelir yelpazesinin içinde denge faktörünün kuvvetini sağlamaktadırlar. Bu denge yalnız sosyal yönden değil, aynı zamanda ekonomik açıdan da önem taşımaktadır.

-KOBİ'ler yeni fikirlerin ve buluşların kaynağı olup, endüstride gereken esnekliğin sağlanmasına katkıda bulunurlar.

-Çabuk karar verme imkanlarına sahip oldukları gibi, daha az yönetim ve işletme giderleri ile çalıştıklarından, bu konuda çabuk ve ucuz üretim fonksiyonunda bulunurlar.

-KOBİ'ler, kişisel inisiyatiflerin ortaya çıkmasında büyük rol oynadıkları gibi, istihdam ve eğitimde de büyük paya sahiptirler. Birçok kalifiye eleman teknik eğitimlerini önce bu kuruluşlarda yaparlar.

-Üretim ve sanayileşmeyi ülke geneline yaymada bu tür işletmeler araç olarak kullanılabilirler.

-Büyük endüstri işletmelerine girdi ve ara malı üretirler.

-Bu tür işletmelerde işçi-işveren ilişkilerinin daha yakın ve olumlu bir ortam içinde geliştiği gözlemlenmektedir. Bu durum, bu kesimdeki sosyal patlamaların ortaya çıkmasını önleyici niteliktedir.

-KOBİ'ler sosyal ve politik bakımdan kullanılmayan işgücü, ham madde ve finansman kaynaklarının daha küçük yatırımlarla işletilmesi olanaklarını sağlayarak, yaşam düzeyinin yükseltilmesinde de etkili olurlar.

-Küçük birikimlerin doğrudan reel yatırımlara yansıtılmasında yararlı işlevleri yerine getirirler.

Görüldüğü gibi KOBİ'lerin ülke ekonomileri içerisindeki konumları ve ekonomik-toplumsal işlevleri, KOBİ'leri ülkeler için önemli ekonomik birimler

[5] Süleyman Karataş, **Sanayileşme Sürecinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler (Bürokratik Yükün Kaldırılması ve AT Ülkelerinde Bu İşletmelerin Durumları),** İstanbul: Veli Yayınları, 1991, ss. 31-32.

konumuna getirmektedir. Bu bakımdan KOBİ'lerin sağlıklı bir işleyişe kavuşturulmaları, ekonomik ve sosyal yapılar açısından büyük önem taşımaktadır. Dolayısıyla KOBİ'lerin etkin ve verimli işletmeler olarak faaliyette bulunmaları; ülkelerin kalkınma, büyüme ve istikrar gibi unsurları yakalayabilmelerine önemli katkılarda bulunacaktır. Bu doğrultuda özellikle AB'de, KOBİ'lere yönelik birçok teşvik ve destek programı yürütülmektedir. Türkiye'de de son yıllarda KOBİ'lerin desteklenmesine yönelik çalışmalar ve bu konuya verilen önem artarak devam etmekte ve AB'nin uyguladığı programlara kısmen de olsa iştirak edilmektedir.

1.2. RİSK SERMAYESİ

Risk sermayesi finansman modelinin kullanımı çok eski zamanlara dayansa da; finansal piyasaların gelişimini takiben modern anlamda risk sermayesi modelinin kullanımı ve sistemleştirilmesi, çok da eski olmayan bir gelişmedir. Risk sermayesi finansman modeli, ekonomik açıdan gelişmiş birçok ülkede başarılı bir şekilde uygulanmasına rağmen, 2000'li yılların başı itibariyle özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, kullanımı konusunda sorunların yaşandığı ve bu doğrultuda da gelişimini sürdüren alternatif bir finansman yöntemi konumunda bulunmaktadır.

En genel ifadeyle risk sermayesi; riskli yatırımların uzun vadede finanse edilmesine dayanan, girişim fikriyle sermayenin buluştuğu ve uzun vadeli girişimci-sermayedar ortaklığının kurulduğu bir finansman yöntemidir. Risk sermayesinin daha ayrıntılı ve geniş bir tanımı şu şekilde yapılabilir; iyi bir iş kurma fikrine(özellikle teknolojik yenilik), girişimcilik yeteneğine ve bilgisine sahip, ancak düşüncelerini hayata geçirebilecek finansal güçten yoksun olan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan ve girişimcilere, yönetsel ve teknik destek de sağlayabilecek risk sermayesi şirketleri tarafından kâr elde etmek amacıyla uzun vadeli öz kaynak ve öz kaynak benzeri kaynak aktarımı sağlayan bir finansman biçimidir. Konuyla ilgili kaynaklarda girişim sermayesi, venture capital ve private equity olarak da kullanılan risk sermayesi, genellikle teknolojik yenilik içeren fikirlerin finansmanında kullanılmakta ve teknolojik yenilikle iç içe düşünülmektedir.

Risk sermayesi finansman modeli, kuramsal ve pratik çerçevesini oluşturan çeşitli kavramları içermektedir. Bu kavramlar; teknolojik yenilik, girişimci ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarıdır.

1.2.1.Teknolojik Yenilik

Risk sermayesinin temel ölçütü teknolojik yeniliktir. Yani risk sermayesi, temel olarak yeni teknoloji içeren girişimlerin finansmanında kullanılmaktadır. Burada bahsedilen teknolojik yenilik; yeni bir ürün, organizasyon, üretim teknolojisi, makine, ham madde, teknoloji transferi veya hizmet türü olabilir. Risk sermayesi bu teknolojik yeniliklerden birini veya birkaçını içermektedir.

Teknolojik yenilik genel olarak şu üç şekilde yaratılmaktadır[6]:

-İşletme bünyesindeki araştırma-geliştirme(AR-GE) ile süreç ve ürün geliştirme faaliyetleri.

-Lisans alma veya teknolojiye sahip bir işletme ile stratejik ortaklık kurarak teknoloji transferi.

-Var olan teknolojinin kullanımı.

1.2.2. Girişimci

Girişimcinin çok çeşitli ve farklı tanımları olmakla beraber, girişimci genel anlamda; emek, sermaye ve doğal kaynaklar gibi üretim faktörlerini bir araya getirerek üretim faaliyetini yöneten kişi, olarak bilinmekte ve tanımlanmaktadır. Dünyanın değişen ekonomik yapısıyla beraber girişimci kavramına, risk alan, riskleri yöneten, fırsatları kovalayan ve hayata geçiren, yenilikler yapan vb. çeşitli yeni anlamlar da yüklenmektedir. Genel kanı olarak girişimciler işletme sahipleri olarak düşünülse de; günümüzde girişimciler, işletme sahibi olmadan da bir işletmeyi piyasa koşullarını bilimsel yöntem ve teknikler ve tecrübeler ile analiz ederek yöneten eğitimli kişiler olarak algılanmaya ve görülmeye başlanmıştır.

Risk sermayesi açısından girişimci ise; çoğunlukla teknolojik yenilik içeren iyi bir iş kurma fikrine, girişimcilik yeteneği ve bilgisine sahip, ancak fikrini hayata

[6] Tayfun Deniz Kuğu, "Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi", ***Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi***, 2004, Cilt 11, Sayı 2, http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C11S22004/tdk.pdf (12 Ekim 2006), ss. 141-153.

geçirebilecek finansal güçten yoksun olan girişimcidir. Büyük işletmelerin finansal güçleri ve kapasiteleri düşünüldüğünde, risk sermayesi kavramındaki girişimciler çoğunlukla KOBİ'lerden oluşmaktadır. Uygulamada da risk sermayesi, KOBİ odaklı bir finansman modeli olup, KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde önemli bir yöntem olarak düşünülmekte ve kullanılmaktadır.

1.2.3. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Fonları

Ortaklık sermayelerini veya ellerindeki fonları aktif olarak risk sermayesi yatırımlarında kullanan ve temel faaliyet konuları risk sermayesi yatırımları olan kuruluşlar, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarıdır. Çoğunlukla şirketleşmiş risk sermayesi yatırım ortaklıkları şeklinde faaliyette bulunurlar. Bu şirketlerin ortakları çoğunlukla bankalar, sigorta şirketleri, banka iştirakleri ve kamu kuruluşlarından oluşmaktadır. Özellikle kuruluş amaçları ve finansal piyasalardaki konumları nedeniyle, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları(GSYO) Türkiye'deki önemli risk sermayesi şirketleri konumundadırlar[7]. Bazı kaynaklarda holdinglerin şirketlere ortak olmak suretiyle yaptıkları yatırımlar da risk sermayesi olarak ifade edilmektedir. Ancak holdinglerin amaçlarının başarılı şirketler grubu oluşturmak olması ve yatırımlarının risk sermayesi finansman modelindeki çıkış unsurunu bulundurmamasından ötürü, holdinglerin şirketlere ortak olarak yapmış oldukları yatırımlar risk sermayesinin kuramsal yapısıyla bağdaşmamaktadır.

Ellerindeki fonları risk sermayesi yatırımlarına yönlendiren risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarının çeşitli benzer özellikleri bulunmaktadır. Bu özellikler şu şekilde sıralanabilir:

-Hızlı büyüyen işletmelere öz kaynak şeklinde finansal kaynak sağlarlar.

-Beklentilerini uzun döneme yayarak yüksek gelir elde edebilmek amacıyla riske katlanırlar.

-Yeni ürünlerin ve hizmetlerin gelişimine yardımcı olurlar.

---

[7] Fatma Gündoğdu, Ö.Selçuk Emsen ve Şule Özkan, "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Girişimcilik-Yenilikçilik ve Finansman: Kayseri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", ***I. Orta Anadolu Kongresi "KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları"***, http://www.iibf.eunev.edu.tr/ yayinlar/OAK.pdf (14 Ekim 2006), s. 306.

BÖLÜM II. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİ

Kuramsal olarak ve uygulamada KOBİ odaklı bir finansman modeli olan risk sermayesi, KOBİ'ler için finansal sorunlarının çözümüne yönelik bir araç iken, sermaye sahipleri açısından yüksek getirinin hedeflendiği uzun vadeli bir yatırımdır. Dünyada "*venture capital ve private equity*" adlarıyla kullanılırken; Türkiye'de daha çok "*risk sermayesi*" olarak kullanılmakta, ancak son yıllarda "*girişim sermayesi*" ifadesinin kullanımının da yaygınlaşmaya başladığı görülmektedir.

Modern anlamda risk sermayesi, ilk risk sermayesi şirketi olan Amerikan Araştırma ve Geliştirme Şirketinin(American Research&Development Corporation, AR&D), 15 yıl içinde piyasa değeri tam 5 bin kat artarak 3,5 milyar USD'ye ulaşan bilişim markası Digital'e 1957 yılında yaptığı 70 bin USD'lik erken aşamadaki risk sermayesi yatırımı ile başlamış; 1980'li yıllarla birlikte İngiltere ve Japonya'da da yaygın bir kullanım alanı bulmuştur[8]. Türkiye için ise model, finans piyasalarına nispeten yeni girmiş bir finansal teknik konumundadır. Türkiye'de bu konuda oluşturulmuş ilk risk sermayesi fonu, 1996 yılında kurulan Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.(VGSYO)'ye aittir. Türkiye'de risk sermayesinin gelişimine ve modelin etkinliğinin arttırılmasına yönelik çalışmalar, 2000'li yılların başı itibariyle halen devam etmektedir.

Kendine özgü yapısal özellikleri bulunan risk sermayesi finansman modeli, çeşitli aşamalardan oluşan bir finansman sürecidir. Bu bölümde risk sermayesi finansman modelinin kuramsal çerçevesini oluşturmak amacıyla, öncelikle risk sermayesi finansman modelinin genel yapısı incelenmiş, daha sonra risk sermayesi finansman süreci aşama aşama açıklanmıştır.

2.1. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNİN GENEL YAPISI

2.1.1. Risk Sermayesi Yatırımlarının Özellikleri

Risk sermayesi, daha önce de değinildiği gibi, teknolojik yenilik içeren, öz kaynak şeklinde fon sağlayan, genellikle yüksek getiri potansiyeline sahip

[8] Göktuğ Cenk Akkaya ve M.Yılmaz İçerli, "KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli", ***Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi***, 2001, Cilt 3, Sayı 3, http://www.sbe.deu.edu.tr/Yayinlar/dergi/dergi10/icerli.pdf (12 Ekim 2006), ss. 61-70.

KOBİ'lerin finansmanına yönelik alternatif bir finansman yöntemidir. Risk sermayesi, geleneksel finansman modellerinden çeşitli farklılıklar göstermesi nedeniyle, alternatif finansman yöntemlerinden biri olarak nitelendirilmektedir. Finansman yöntemi olmanın ötesinde bir yapısı olan risk sermayesinin özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

- Teknolojik Yenilik
- Sermayeye Katılma
- Yönetime Katılma
- Küçük İşletme- Hızlı Büyüme
- Uzun Vadeli Yatırım
- Reel Yatırım
- KOBİ'lerin Finansal Sorunlarına Çözüm Oluşturma

-Teknolojik Yenilik: Para kazandıran yenilik anlamında kullanılan "*innovasyon*" kavramını ifade etmektedir. Yaratılan yeni teknolojilerin risk sermayesi yatırımlarına konu olabilmesi için, bu teknolojilerin para kazandıran ticari ürünlere dönüşmesi gerekmektedir. Teknolojik yenilik içeren yatırımlar, uzun sürede verimlilik artışı ve/veya piyasa avantajları yaratarak büyük tutarlarda kâr getirisi sağlayabilmekte ve risk sermayesi şirketleri de bu yüksek kazanç amacıyla risk sermayesi fonlarını bu yatırımlara yönlendirmektedirler.

-Sermayeye Katılma: Risk sermayesi şirketlerinin, yatırım yaptıkları şirketin sermayesine katılarak ortaklık kurmaları şeklinde gerçekleşmektedir. Risk sermayesi şirketleri, finanse ettikleri girişimin alacaklısı olmayıp, şirkete öz kaynak şeklinde uzun vadeli fon sağlayan şirket ortağı konumundadırlar. Risk sermayesi finansman modeli temelde hisse senedi alımı yoluyla girişimcilerin fonlandığı bir model olarak uygulanırken; risk sermayesi şirketleri şu finansal araçları kullanarak risk sermayesi yatırımlarına girmektedirler[9]:

a-Hisse Senedi: Risk sermayesi şirketleri tarafından en çok kullanılan araç olan hisse senedi, ortaklık hakkını temsil etmektedir.

[9] Tansu Çiller ve Murat Çizakça, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri,** İstanbul: İSO Araştırma Dairesi Yayınları, 1989, ss. 127-128.

b-Hisse Senedi ile Değiştirilebilen Menkul Kıymetler: Risk sermayesi şirketi öncelikle girişimci şirkete ödünç para vererek karşılığında tahvil veya bono satın almaktadır. Risk sermayesi şirketinin, kendisine olan borcun ödenmesinde, borcuna karşılık şirket hissesi alması durumunda, girişimci şirket risk sermayesi yoluyla finanse edilmiş olmaktadır.

-Yönetime Katılma: Risk sermayesi şirketlerinin yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimsel faaliyetlerine katılımlarını ifade etmektedir. Risk sermayesi finansı genellikle yüksek risk taşıyan yatırımlardan oluştuğu için, risk sermayesi şirketleri çoğunlukla yatırım yaptıkları şirketlerin yönetimlerine aktif olarak katılmaktadırlar. Risk sermayesi şirketleri, uzman kadroları bünyelerinde barındırmakta ve şirketlerin yönetim kurullarında bu uzman kadroları ile bizzat bulunmaktadırlar. Risk sermayesi şirketleri finansal fon sağlamanın yanında; yatırım yaptıkları işletmelere danışmanlık, finansal raporların-tabloların hazırlanması ve yorumlanması, çeşitli kademeler için kalifiye personelin tedarikinde yardım, pazarlama vb. konularda yönetsel destek de sağlamaktadırlar.

Risk sermayesi şirketleri, yatırım yaptıkları işletmelerin piyasa değerini ençoklamayı ve yatırımlarından en yüksek kazancı elde etmeyi amaçlarken, yatırım yaptıkları işletmeleri bu doğrultuda denetlemekte, gerekli gördüğünde müdahaleler yapmakta ve yönetime etkin bir şekilde katılmaktadırlar. Risk sermayesi şirketleri, genel olarak yatırım yaptıkları işletmelerin yönetim kurullarında aktif bir şekilde rol almayı tercih ederlerken; kısmen de olsa risk sermayesi şirketinin anlayışına göre, yönetimin dışında kalarak yalnızca kritik kararların alınmasına iştirak etmeyi de tercih edebilmektedirler[10].

-Küçük İşletme-Hızlı Büyüme: Modelin KOBİ odaklı yapısının bir ifadesidir. Risk sermayesi şirketlerinin, yatırım yaptıkları işletmelerin hisse senetlerinin büyük oranlarda değer kazanmasıdır. Bu nedenle risk sermayesi, teknolojik yenilik içeren girişimleri hayata geçirerek hızlı büyüme potansiyeli yaratan KOBİ'ler odaklı bir finansman modelidir.

[10] Hasan Tutar ve Orhan Küçük, **Girişimcilik ve Küçük İşletme Yönetimi,** Ankara: Seçkin Kitabevi, 2003, s. 233.

-Uzun Vadeli Yatırım: Risk sermayesi finansman modelindeki yatırımların süresini ifade etmektedir. Uzun süreli bir finansman modeli olan risk sermayesinde, başlangıç aşamasındaki yatırımların süresi ortalama 5-10 yıl olmaktadır[11]. Başlangıç-erken aşamalarda gerçekleştirilen risk sermayesi yatırımları daha uzun süreler alabilirken, geç aşamalardaki yatırımlar çoğunlukla daha kısa sürelerde sonuçlanmaktadır.

-Reel Yatırım: Risk sermayesi yatırımlarının üretime yönelik yapısından kaynaklanan bir özelliktir. Yüksek getiriyi amaçlayan risk sermayesi, hedeflediği yüksek parasal getiriyi, finanse ettiği girişimlerin reel olarak büyümesi sonucunda elde etmektedir.

-KOBİ'lerin Finansal Sorunlarına Çözüm Oluşturma: Risk sermayesinin, KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümüne yönelik önemli bir finansman seçeneği oluşundan kaynaklanan bir özelliktir. KOBİ'ler, yapısal özellikleri gereği kırılgan bir finansal nitelikle faliyetlerini sürdürmektedirler. Kredi bulma konusunda teminat sorunları yaşayabilen ve/veya büyük ölçekli işletmelere nazaran daha kısa süreli ve/veya daha yüksek faiz oranlı kredi koşullarıyla karşılaşabilen KOBİ'lerin, bu sorunlara rağmen kredi ile finansman yolunu tercih etmeleri durumunda borçların ödenmesinde ve devamında da işletme sermayesi döngüsünde önemli darboğazlar içerisine düşebildikleri bilinmektedir. Bu darboğazlar da KOBİ'lerin üretim süreçlerini ve faaliyetlerini sekteye uğratan sonuçlar doğurabilmektedir. Ülke ekonomilerine önemli katkılar sağlayan KOBİ'lerin kredilerden aldıkları pay, KOBİ'lerin yaşadıkları finansal sorunların bir işareti olarak gözükmektedir(bkz. Tablo 1.1, s. 9). Bu oran özellikle Türkiye açısından çok düşük seviyede kalmaktadır. Bu doğrultuda risk sermayesi, öz kaynak şeklinde bir finansman seçeneği sunması nedeniyle KOBİ'ler açısından tercih edilebilir olmaktadır. Kuramsal ve uygulama açısından da risk sermayesi, KOBİ'leri odağına alarak, yüksek getiri hedefi ile KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünü birleştiren bir finansman modelidir.

[11] Nesrin Şirvan, **"Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği"**, *Yazarlar/Yazılar*, 2002, http://www.iubam.org/risksermayesi.pdf (13 Ekim 2006), s. 29.

Sıralanan ve açıklanan bu özellikler, risk sermayesi finansman modelinin sahip olduğu özellikler olmakla birlikte, risk sermayesinin ölçütleri olarak da düşünülebilirler. Yani bu temel özelliklerin mevcudiyeti, bir finansman modelinin risk sermayesi olarak nitelendirilmesi açısından önem arz etmektedir.

Bu bölümde teknolojik yenilik ve küçük işletme unsurları, risk sermayesinin temel özelliklerinden ikisi olarak açıklanmıştır. Teknolojik yeniliklerin yüksek verimlilik yaratması ve küçük işletmelerin çok hızlı büyüme ve değerlenme potansiyeline sahip olmaları nedeniyle, teknolojik yenilik ve küçük işletme, risk sermayesinin temel ölçütleri ve özellikleri içerisinde düşünülmekte ve değerlendirilmektedir. Ancak bu noktada, yeni teknoloji içermeyen, fakat yüksek getiri sağlayabilecek çeşitli aşamalardaki girişimlere şirket ölçeği gözetilmeksizin yapılan öz kaynak şeklindeki yatırımların da (çıkış unsurunu içermek şartıyla) risk sermayesi olarak ifade edildiği belirtilmelidir.

2.1.2. Risk Sermayesi Finansında Risk Faktörleri

Risk sermayesi finansı, adlandırıldığı gibi riskli yatırımların finanse edilmesidir. Yüksek getiri amacında olan risk sermayesi, bu doğrultuda birçok risk faktörünü de içermektedir. Risk sermayesi yatırımlarının taşıdıkları başlıca riskler; teknolojik risk, yönetim riski, üretim riski, finansman riski ve pazarlama riskidir.

-Teknolojik Risk: Girişimcilerin yeni teknolojileri geliştirip bunları verimli bir şekilde uygulayabilmeleri ile ilgili risktir. Küçük girişimcilerin AR-GE çalışmaları sırasında teknoloji konusunda yeterli bilgiye ve deneyime sahip olmamaları ve bunun sonucunda hatalı-sorunlu teknolojik yeniliklerin yaratılması ya da yeni teknolojinin uzmanlık gerektiren bilginin yetersizliğinden dolayı efektif olarak kullanılamamasından kaynaklanır. Ayrıca risk sermayesi fonunun yeni teknolojinin üretilmesi aşamasını finanse etmemesi sonucunda, şirketlerin yeterli kaynak olmadan yeni teknolojiler üretmeleriyle oluşabilecek risk de teknolojik risktir[12]. Bunların yanında risk sermayesi yatırımlarının uzun süreli olması nedeniyle, yatırım süresince yeni teknolojilerin üretilmesi ve mevcut teknolojik yenilik fikrinin beklenen getiriyi sağlayamaması olasılığının yarattığı demode olma riski olarak da adlandırılan risk

[12] M.Vefa Toroslu, **Çağdaş Finansal Teknikler**, İstanbul: Beta Yayınları, 2000, s. 118.

faktörü de teknolojik risk içerisinde düşünülebilir. Bu durum özellikle bilişim sektörü gibi çok hızlı gelişen ve kendini çok hızlı yenileyen sektörlerde söz konusu olmaktadır.

-Yönetim Riski: Risk sermayesi yatırım ortaklıkları fonları tarafından finanse edilen şirket yöneticilerinin, yönetim bilgi ve becerilerinden yoksun olmaları ve şirket yönetiminde yaptıkları hatalardan kaynaklanan risk türüdür. Risk sermayesi şirketleri bu riski azaltmak için uzman kadrolarla şirketlerin yönetim faaliyetlerine aktif olarak katılabilmektedirler.

-Üretim Riski: Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli ve uzun süreli üretime elverişli olmaması riskidir. Aynı risk, üretilen örneğin pazarlanabilir bir ürüne dönüştürülmesi aşamasında da ortaya çıkabilir[13].

-Finansman Riski: Üretim süresince karşılaşılabilecek ek maliyetlerin ve finansman ihtiyaçlarının karşılanması konusunda fonların yetersiz kalmasından ve ek finansman ihtiyaçlarının doğmasından kaynaklanan risktir.

-Pazarlama Riski: Ürünün pazarlanması aşamasında karşılaşılabilecek sorunlardan kaynaklanan risktir. Özellikle rekabetin yüksek olduğu piyasalarda sunulacak ürünler için söz konusu olan pazarlama riski, piyasa payı ve talep tahmini çalışmalarının ve uygulanacak pazarlama politikaları ve stratejilerinin doğruluğu ve başarısına bağlı olmaktadır.

Risk sermayesi yatırımlarının barındırdığı bütün bu riskler, yatırımların beklenen sonuçlarına ulaşılması sürecini tehdit eden unsurlardır. Bu nedenle risk faktörleri göz önüne alınarak yatırımların risklerinin analiz edilmesi, risk sermayesi şirketlerinin yatırım kararlarının başarısı açısından önem taşımaktadır. Risk sermayesi şirketleri bu amaçla; proforma bilançoların hazırlanması, piyasa payı ve talep tahmini çalışmaları, piyasa büyüklüğü ve piyasaya giriş-çıkış koşullarının incelenmesi vb. çalışmalar yapmaktadırlar. Ek olarak yerel ve global ekonomik konjonktür ve veriler, beklentiler ve tahminler göz önünde bulundurularak yatırımların riskleri değerlendirilmekte ve yatırım kararları bu doğrultuda alınmaktadır.

---

[13] Ali Ceylan ve Turhan Korkmaz, **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi,** Bursa: Ekin Kitabevi, 2000, s. 88.

2.1.3. Risk Sermayesine Katılma Biçimleri

Risk sermayesi fonları, risk sermayesi yatırımlarına doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde yönelmektedir[14]:

1-Yatırımcılar işletmeleri doğrudan finanse etmektedirler. Bu şekildeki bireysel risk sermayesi yatırımcılarına "*melek yatırımcı (angel investor)** " denilmektedir.

2-Fonlar risk sermayesi şirketlerinde (risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları) toplanmakta ve burada risk sermayesi yatırımlarına yönlendirilmektedir.

2.1.3.1. Doğrudan Katılım

Doğrudan katılımda, girişimler fon sahipleri tarafından birinci elden finanse edilmektedirler. Doğrudan katılım, yapısı itibariyle büyük atıl fonlara sahip bireysel sermaye sahiplerinin katılımı ile gerçekleşmektedir. Ancak bu tür katılım, risk sermayesinin dağılımını mümkün kılmaması ve sermaye yatırımcılarının da katılınan işletme hakkında genellikle kişisel ve uzmanlık bilgisine sahip olmamalarından ötürü, tercih edilen bir yol değildir[15]. Melek yatırımcı olarak da ifade edilen bu yöntem, çok fazla uygulanmasa da, 2000'li yılların başı itibariyle kavramın kuramsal içeriğinin yerleşmeye ve kullanımının da yaygınlaşmaya başladığı görülmektedir.

2.1.3.2. Dolaylı Katılım

Gerçek risk sermayesi olarak nitelendirilen dolaylı katılımda, sermaye sahipleri risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları şeklinde örgütlenerek veya şirketleşerek girişimleri fonlamaktadırlar. Sermaye sahipleri genellikle bankalar, sigorta şirketleri ve kamu kuruluşları gibi kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Dolaylı katılımda risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları, sermayelerini uzman kadrolarının analizleri doğrultusunda çeşitli girişimlerin yatırımlarına yönlendirmekte ve bu

---

[14] Günseli Baygan, Michael Freudenberg, "The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries", *OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2000 / 7*, 2000, http://www.olis.oecd.org/olis/2000doc.nsf/4f7adc214b91a685c12569fa005d0ee7/c125692700623b74c12569ba0059b821/$FILE/JT00101088.PDF (15 Ekim 2006), s.10.

[15] Mustafa H.Çolakoğlu (haz.), **KOBİ Rehberi**, Ankara: TOBB Yayınları, 2002, s. 176.

* Melek Yatırımcı: Özellikle başlangıç aşamasındaki girişimlere öz kaynak şeklinde yatırım yapan bireysel yatırımcılar veya bireysel yatırımcı gruplarıdır. Öz kaynak şeklinde bir yatırım olması ve risk sermayesindeki çıkış unsurunu barındırması nedeniyle risk sermayesi kavramı içerisinde düşünülmektedir. Genellikle bir araya gelmiş bireysel yatırım grupları şeklinde faaliyette bulunmaktadırlar. Finansal piyasalar için yeni bir kavram olmasına rağmen, AB'nin uyguladığı risk sermayesi programlarında melek yatırımcılara da yatırım yapılması öngörülmektedir.

şekilde riskleri dağıtmaktadırlar. Amaç, birçok yatırımın değerlendirilmesi ve mevcut yatırımlar içerisinde en uygun olanlarının seçilerek girişimcilerin çeşitli aşamalarda finanse edilmesi sonucunda maksimum getirinin elde edilmesidir.

2.1.4. Risk Sermayesi Finansman Aşamaları

Risk sermayesi hemen hemen her aşamada kaynak gereksinimi olan, kurulmamış veya mevcut girişimlerin yatırım projelerinde kullanılmaktadır. Önemli olan, yatırım fikrinin hızlı büyüme ve yüksek kârlılık potansiyeli taşıma özelliklerine sahip olmasıdır. Risk sermayesinin kuramsal içeriği açısından da KOBİ'ler ve onların teknolojik yenilik içeren girişimleri, risk sermayesi yatırımları için esastır.

Risk sermayesi finansı, işletmelerin kurulma, olgunlaşma ve büyüme evrelerinin herhangi birinde gerçekleşebilirken; finansman aşamaları temelde erken, ileri ve geç aşama yatırımları olarak sınıflandırılmaktadır.

2.1.4.1. Erken Aşama Yatırımları

2.1.4.1.1. Çekirdek Sermayesi

Bu aşamadaki finansman türü için tohum ekme aşaması, proje finansmanı, fikir aşamasında finanslama ve AR-GE aşaması gibi isimler de kullanılmaktadır. Ticari bir ürün veya hizmetin ortaya çıkması için girişim fikirlerinin finanse edilmesi olarak tanımlanabilir.

Çekirdek sermayesinin (seed capital) özellikleri şu şekilde sıralanabilir:

-Finanse edilecek mevcut bir işletme yoktur.

-Girişimcinin risk sermayesi yatırımcılarını etkileyen bir fikri bulunmaktadır.

-Girişimcinin ortaya koyduğu herhangi somut bir ürün yoktur.

-Risk sermayesi yatırımcısı girişimciyi, fikrini yeni bir ticari ürüne veya hizmete dönüştürmesi ve bu doğrultuda kurulacak işletmenin temel özelliklerini ortaya koyması için finanse etmektedir.

-Risk sermayesi yatırımcısı için, yatırım projesinin maliyeti, fikrin pazarlanabilir ticari bir ürüne dönüşüp dönüşmeyeceği ve getirisinin ne olacağı gibi belirsizlikler söz konusu olduğundan, riski yüksektir.

-İşletme projelerinin %70'i bu aşama sonunda uygulanamaz bulunup terkedilmektedir[16].

Çekirdek sermayesi aşaması, risk sermayesi yatırımcıları açısından büyük belirsizlikler içermekte ve bu doğrultuda yatırımların riskleri de yüksek olmaktadır. Ancak başarıya ulaşmaları durumunda, yatırımcılar çekirdek sermayesi yatırımlarından büyük kazançlar elde edebilmektedirler.

2.1.4.1.2. Başlangıç Finansmanı

İşletmeye alma aşamasında finanslama veya filizlenme aşaması da denilmektedir. Risk sermayesi yatırımcıları tarafından kurulma aşamasında olan ya da yeni kurulmuş, ancak ürününü veya hizmetini pazara sunmamış veya sunamamış işletmelerin finanse edilmesidir. Somutlaşmış fikirlere yatırım yapılmaktadır.

Başlangıç finansmanının (start-up capital) özellikleri şöyledir:

-Risk sermayesi finansman modelinin genel kullanım alanıdır. Temel risk sermayesi yatırım biçimi olarak düşünülmektedir[17].

-Kurulmuş veya kurulmaya başlanmış, ürettiği ürünü veya hizmeti henüz ticarileştirememiş olduğu için piyasaya sunamamış işletmelerin finansman sorunlarının çözümü için yapılan yatırımlardır.

-Yatırımcılar, girişimcilerin detaylı iş planları ile yapmış oldukları başvurular sayesinde, değerlendirebilecekleri somut verilere sahiptirler.

-Uzun süreli bir finansman aşaması olduğu için riski yüksektir.

-Yatırımların süreleri genellikle 3-5 yıl arasında değişmektedir[18].

Başlangıç finansmanı, yatırımcılara büyük getiriler vadetmektedir. Ancak bu aşamadaki yatırımların başarısı, projelerin çok iyi değerlendirilmesini ve yapılan analizlerin doğruluğunu gerektirmektedir. Bu konularda yapılacak hatalar, risk sermayesi fonlarının uzun süreli olarak başarısız yatırımlarda kalmasına ve fonların erimesine neden olmaktadır.

---

[16] Öcal Usta, **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 2.b., Ankara: Detay Yayıncılık, 2005, s. 341.
[17] Kuğu, a.g.m., ss.141-153.
[18] "Risk Sermayesi Finansman Türleri", *Bilgi Merkezi-Finansman,* http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/020204/103 (14 Ekim 2006). par.7.

2.1.4.1.3. Erken Aşama ve Geçit Finansmanı

Kurulmuş, üretime başlamış, piyasaya sunduğu ürünü veya hizmeti mevcut, ancak ürününün veya hizmetinin üretiminin devamı ve etkili bir şekilde pazarlanması konusunda finansman gereksinimi olan girişimlerin, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları tarafından fonlanmasıdır. Genişleme finansmanı, serpilme finansmanı, üretim ve piyasaya ilk giriş aşamasında finanslama ve ikinci aşama finansmanı olarak da adlandırılmaktadır. Girişimci, üretimin yapılması ve pazarlanması konusunda finansal sorunlar yaşamakta ve bu sorunların çözümü için risk sermayesi yatırımcılarına başvurmaktadır.

Erken aşama ve geçit finansmanının (early stage and gate financing) özellikleri şu şekildedir[19]:

-Finansman ihtiyacı içindeki işletme, belli bir büyüklüğe ulaşmasına ve piyasaya sunacağı ürünü veya hizmeti geliştirmiş olmasına rağmen, piyasada üstünlük kuracak veya amaçladığı piyasa payına ulaşacak önemli bir marka imajına sahip değildir.

-Yatırımcılar, ticari üretimin gerçekleştirilmesi veya devam ettirilmesi ve üretilen ürünün veya hizmetin pazarlanması sırasında meydana gelen finansal sorunların giderilmesi aşamasında devreye girmektedirler.

-İşletme, ürününün piyasada rekabet edebilmesi ve pazarlanabilmesi için ek finansmana ihtiyaç duymaktadır.

-İşletmenin risk sermayesi dışında fon bulabilmesi, içinde bulunduğu şartlar itibariyle zordur; çünkü işletmenin bankacılık kesiminden kaynak bulabilmesi için teminatları yetersizdir ve sermaye piyasasından fon sağlama imkanı da yoktur.

-İşletme, ürünün veya hizmetin üretilmesi ve pazarlanması için finansal desteğin yanında, yönetsel desteğe de ihtiyaç duymaktadır. İşletme bu ihtiyacın giderilmesi için yatırımcıların bu konudaki danışmanlığından ve teknik desteğinden de yararlanmak istemektedir.

-Uzun süreli bir finansman aşaması oduğu için yatırımın riski yüksektir.

Yatırımcılar, erken aşama ve geçit finansmanında belli bir büyüklüğe ulaşmış girişimlerle karşı karşıyadırlar. Dolayısıyla, girişimcilerin üretimle, ürün veya

[19] "Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye'deki Uygulamaları", *Bilgi Bankası,* http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html (19 Ekim 2006).

hizmetin rekabet edeceği piyasayla, mevcut veya karşılaşılabilecek sorunlarla ya da yatırımın riskiyle ilgili diğer erken aşamalardaki girişimcilere nazaran daha detaylı bilgilere sahip olmaları muhtemeldir. Bu nedenle yatırımcılar, finansman için kendilerine başvuran işletmelerin değerlendirilmesi hususunda daha çok veriye birinci elden ulaşabilirler.

2.1.4.2. İleri Aşama Yatırımları

İleri aşama yatırımları, büyüme-genişleme finansmanı (expansion investments) olarak ifade edilmektedir. Bu aşamada, finanse edilen işletme, ürününü üretmekte ve piyasaya sunmakta, ancak faaliyetlerini başarılı bir şekilde yürütebilmek için ek finansman kaynağına gereksinim duymaktadır[20]. Risk sermayesi yatırımcılarının bu gereksinimler içerisinde bulunan işletmelere yaptıkları yatırımlar, büyüme-genişleme finansmanı olarak adlandırılmaktadır.

Büyüme-genişleme finansmanının özellikleri şöyledir[21]:

-Finanse edilen işletme, kuruluş aşamasının sıkıntılarını atlatmıştır. Piyasada alım satıma konu olan bir ürünü veya sunduğu bir hizmeti bulunan işletmenin belirli bir marka imajı ve piyasa payı yoktur.

-İşletme, kârının düşük olması nedeniyle piyasa payını genişletmek ve rekabet edebilmek için ek finansmana ihtiyaç duymaktadır.

-İşletmenin, gerekli koşulları yerine getiremediği için, bankalardan ve sermaye piyasalarından fon sağlama imkanı oldukça düşük ve bu nedenle de risk sermayesi gereksinimi yüksektir.

2.1.4.3. Geç Aşama Yatırımları

2.1.4.3.1. Köprü Finansmanı

Piyasada tutunmuş, belli bir piyasa payına ulaşmış ve yakın bir zamanda halka açılmayı amaçlayan, ancak bu süreç içerisinde finansal sorunlar yaşayan işletmelerin,

---

[20] Mehmet Civan ve Mustafa Uğurlu, "Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ'lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi", ***Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,*** 2002, Cilt 11, Sayı 1, http:// kutuphane.uludag.edu.tr / Univder / PDF / iibf / htmpdf / 2002-21 (1) /M-6. pdf (15 Ekim 2006), ss. 79-109.

[21] Nurgül R.Chambers, "Risk Sermayesi ve İşleyişi", ***Muhasebe-Finans Araştırma ve Uygulama Dergisi: Analiz***, 1999, Sayı 11, http://muhasebemerkezi.marmara.edu.tr/sayi11.htm (16 Ekim 2006), ss. 75-88.

bu sorunlarının çözümünde risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları tarafından finanse edilmesidir. Ara finansman veya destek finansmanı olarak da adlandırılmaktadır.

Köprü finansmanının (bridge financing / mezzanine) özellikleri şu şekilde sıralanabilir[22]:

-İşletmeler piyasada tutunmakta ve işletme değerleri artmaktadır.

-İşletmenin üretim ve dağıtım kapasitesi genişlemiş, pozitif ölçek ekonomileri de etkili olmaya başlamıştır.

-Kurulmuş ve işlemekte olan, ancak çeşitli sorunları bulunan bu aşamadaki işletmeler risk sermayesi finansmanına başvurmaktadırlar.

-Daha kısa süreli bir yatırım olduğu için erken aşama yatırımlarına nazaran riski göreceli olarak daha düşüktür.

2.1.4.3.2. Şirket Kurtarma Finansmanı

Çeşitli nedenlerle büyük finansman sorunları yaşayan, ancak çok yüksek gelişme potansiyeli olan girişimlerin risk sermayesi yatırımcıları tarafından fonlanmasıdır.

Şirket kurtarma finansmanının (turnaround financing) özellikleri şu şekildedir[23]:

-Günümüzde çok az uygulanan bir geç aşama yatırımıdır.

-Yatırımcılar için çok önemli bir çabayı gerektirmektedir. Öncelikle desteklenecek işletmenin yönetim ekibini değiştirmesi istenir ve bankalarla yapmış olduğu anlaşmalar yenilenerek kredi alma olanakları araştırılır. İşletmenin ilk yatırımcısının sadece danışman rolünü üstlenmesi veya işletmeyi tamamen bırakması talep edilir.

-Şirket kurtarma operasyonlarının çoğunda, yatırımcılar tarafından sağlanacak olan fon tutarının büyük olması gerekmektedir; bu da yatırımcıların şirket kontrolünde çoğunluğu sağlamasına yol açmaktadır.

-Şirket kurtaran yatırımcı, söz konusu işletmeyi başarıya ulaşması halinde çoğunlukla aynı endüstri kolundaki büyük bir şirkete satmaktadır. Böylece orta

[22] Nevzat Aypek, "KOBİ Finanslama Sürecinde Yeni Finansman Teknikleri", **I.Avrasya Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Kongresi,** Ankara, 2001, s. 155.
[23] Usta, **a.g.e.**, s. 343.

düzeyde bir sermaye kazancı sağlanmaktadır. Bu kazanç yatırım tutarının 2-3 katından daha fazla olmaktadır.

-Birçok şirket kurtarma yatırımı başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Bu nedenle çok az sayıdaki risk sermayesi şirketi bu tür yatırımlara yönelmektedir.

2.1.4.3.3. Satın Alma Destek Finansmanı

Satın alma destek finansmanı, mevcut işletmelerde kontrolü sağlayacak orandaki işletme payının satın alınarak işletme yönetiminin kontrol altına alınması temeline dayanan bir risk sermayesi finansman çeşididir. Beş farklı türü bulunmaktadır[24].

-Yönetimin İşletmeyi Devralması (Management Buyout, MBO): Şirket yöneticilerinin, şirkette kontrolü sağlayacak orandaki hisse senedini risk sermayesi fonlarının desteği ile satın almaları şeklinde gerçekleşmektedir. Şirket yöneticileri, yönetim açısından kontrolü sağlamaları sonucunda, şirkete daha hızlı bir büyüme kazandırılabileceklerine inanmaktadırlar.

-Borçla (ya da Kaldıraçlı) Satın Alma (Leveraged Buyout, LBO): Şirket dışındaki üçüncü kişilerin, risk sermayesi fonlarının desteği ile şirkette kontrolü sağlayacak orandaki hisse senedini yüksek oranda borçlanarak elde etmiş oldukları fonlarla satın almaları şeklinde gerçekleşmektedir. Şirket hisselerinin satın alınışında borçlanarak elde edilen fonların yanısıra, öz kaynak şeklindeki fonlar da kullanılmaktadır. Fonlar genellikle %90 oranında borç, %10 oranında da öz kaynaktan oluşmaktadır. Risk sermayesi şirketleri, yeniden yapılandırma ile şirkete hızlı bir büyüme kazandırıp önemli miktarlarda getiriler elde ederek yatırımlardan çıkmayı amaçlamaktadırlar.

-Başka Şirketlerin Yöneticilerinin İşletmeyi Devralması (Management Buyin, MBI): Başka şirket yöneticilerinin veya yönetici gruplarının, risk sermayesi fonlarının desteği ile şirkette kontrolü sağlayacak orandaki hisse senedini satın almaları şeklinde gerçekleşmektedir. Genellikle iyi yönetim kadrolarına sahip olmayan şirketlere yapılmaktadır. Şirketi daha iyi yöneteceğine inanan ve genellikle yatırım yapılan şirketin faaliyette bulunduğu sektörde deneyim sahibi olan yönetici kadrolar tarafından yapılmaktadır.

[24] *Ana Sayfa*, http://www.investopedia.com/ (18 Ekim 2006).

-Çalışanların Hisse Senedi Sahipliği Planı (Employee Stock Ownership Plan, ESOP ya da Employee Buyout, EBO): Şirkette kontrolü sağlayacak orandaki hisse senedinin, şirket çalışanları tarafından risk sermayesi fonlarının desteği ile satın alınması şeklinde gerçekleşmektedir. Şirket çalışanlarına, şirkete ortak olmaları doğrultusunda fazladan bir motivasyon sağlanmaktadır. Bu ekstra motivasyon ve çalışanların şirkete ilişkin bilgi ve becerilerinin birleşmesi sonucunda, şirkete hızlı bir büyüme kazandırılması amaçlanmaktadır.

-Şirketin Mevcut Yöneticilerinin ve Başka Şirketlerdeki Yöneticilerin Bir Araya Gelerek İşletmeyi Devralması (Buyin Management Buyout, BIMBO): Şirkette kontrolü sağlayacak orandaki hisse senedinin, şirketin mevcut yöneticilerinden ve başka şirketlerdeki yöneticilerden oluşan bir grup tarafından risk sermayesi fonlarının desteği ile satın alınması şeklinde gerçekleşmektedir. Yatırıma katılan başka şirket yöneticileri, genellikle finanse edilen şirketin faaliyette bulunduğu sektörde deneyim sahibi olan yönetici kadrolardan oluşmaktadır.

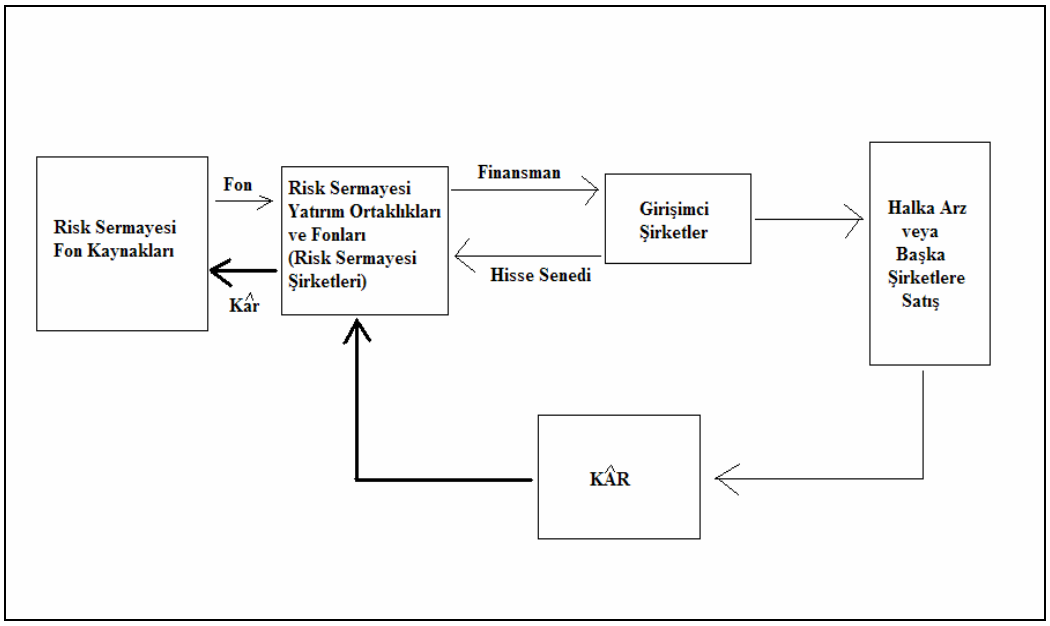
Erken aşamalardaki risk sermayesi yatırımlarına nazaran daha kısa süreli ve daha risksiz yatırımlar olmalarından ötürü, satın alma destek finansmanlarının toplam risk sermayesi yatırımları içerisindeki payının yıllar geçtikçe arttığı görülmektedir. Hatta konuya ilişkin birçok kaynakta, risk sermayesi yatırımlarının satın alma destek finansmanı ve diğer yatırımlar olarak sınıflandırıldığı görülmektedir.

2.2. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN SÜRECİ

Risk sermayesi finansman süreci, çeşitli alt aşamaları içermekle birlikte, üç temel aşamadan oluşmaktadır. Bunlar; risk sermayesi fonunun toplanması ve oluşturulması, risk sermayesi yatırımının yapılması ve risk sermayesi yatırımından çıkış aşamalarıdır. Öncelikle çeşitli kaynaklardan sağlanarak risk sermayesi fonu oluşturulmakta, daha sonra uygun görülen girişimler finanse edilerek risk sermayesi yatırımı gerçekleştirilmekte ve son olarak da risk sermayesi şirketlerinin yatırımdan çıkmasıyla risk sermayesi süreci sonlandırılmaktadır.

Risk sermayesi finansman süreci çok çeşitli alt aşamaları içermektedir. Bunlar; risk sermayesi fonunun yaratılması ve organize edilmesi, girişimcilerin risk sermayesi şirketlerine başvurması, başvuruların değerlendirilmesi, yatırım projesi

planının hazırlanması, fizibilite çalışmalarının yapılması, yatırım kararının alınması, yatırım sözleşmesinin yapılması, yatırımın gerçekleştirilmesi ve yatırımdan çıkış gibi aşamalardır. Risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarının(risk sermayesi şirketleri) risk sermayesi yatırım süreçleri, genel hatlarıyla Şekil 2.1'deki gibi işlemektedir.



Şekil 2.1. Risk Sermayesi Finansman Süreci

2.2.1. Risk Sermayesi Fonunun Oluşturulması

Risk sermayesi fonunun oluşturulması ve organize edilmesi, risk sermayesi finansman sürecinin ilk aşamasıdır. Çeşitli kaynaklardan oluşturulan risk sermayesi fonları, risk sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesi amacıyla risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarında organize edilmektedir.

Bu aşamada, ilk olarak toplanacak risk sermayesi fonunun miktarı belirlenmektedir. Bunun için yatırım yapılacak işletmelerin özellikleri, yönetim giderleri ve diğer giderler gibi unsurlar önem taşımaktadır[25]. Risk sermayesi fonunun oluşturulabilmesi, ancak ellerindeki fonları uzun süreli ve daha riskli yatırımlarda değerlendirmek isteyen yatırımcıların varlığı ile mümkün olmaktadır. Uzun süreli

[25] Abdurrahman Fettahoğlu, **Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi**, Trabzon: KOSGEB Yayınları, 1992, s. 24.

yatırımların ülkedeki ekonomik konjonktür, faiz oranları, enflasyon, yatırım alışkanlıkları, mevcut sermaye piyasalarının yapısı, siyasal ya da politik istikrar, beklentiler vb. çok çeşitli faktörlerden etkilenmesi, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde risk sermayesi fonlarının oluşumuna yönelik çeşitli sorunlar yaratabilmektedir. Ayrıca risk sermayesindeki yatırım riski büyük ve belirsiz olduğundan ve yeni bir ürün geliştirme ya da yeni bir piyasaya girme amacından dolayı risk, ticari risk, pazar riski hatta fiyat ya da sermaye riski olabildiğinden, risk sermayesi fonuna taahhütte bulunacak sermayenin yeterli büyüklükte ve vadede olması önemli bir sorun oluşturmaktadır[26]. Risk sermayesi fonunun oluşturulmasının zorluğuna rağmen, çeşitli kaynaklardan toplanan fonlar risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları bünyesinde organize edilmekte ve risk sermayesi yatırımları gerçekleştirilmektedir.

2.2.1.1. Risk Sermayesi Fon Kaynakları

Ellerinde fon fazlası bulunan ve bu fonları risk sermayesi yatırımlarında kullanmak isteyen gerçek ve tüzel kişiler, risk sermayesinin fon kaynaklarıdır. Risk sermayesinin başlıca fon kaynakları şunlardır:

-Özel Risk Sermayesi Şirketleri
-Ticari Bankalar
-Yatırım Bankaları
-Sigorta Şirketleri
-Vakıflar
-Yatırım Grupları
-Risk Sermayesi Yatırım Fonları
-Şahıslar
-Üniversiteler
-Emeklilik Fonları
-Yabancı Fonlar
-Devlet Tarafından Doğrudan ya da Dolaylı Olarak Sağlanan Fonlar

[26] Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, **KOBİ Küçük ve Orta Ölçekli Sanayicinin El Kitabı**, İstanbul: TMMOB Yayınları, 1999, s. 257.

Görüldüğü gibi, risk sermayesinin çok çeşitli fon kaynakları bulunmaktadır. Bu çeşitliliğin yanında, ülkelerin ekonomik ve hukuksal yapılarının farklılıklar arz etmesi nedeniyle, fon kaynaklarının bileşimi ülkeden ülkeye değişmektedir. Çeşitli kaynaklardan elde edilen fonlar, risk sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesi amacıyla risk sermayesi şirketlerinde organize edilmektedir. Risk sermayesi yatırımları için organize edilen bu fonların özellikleri şu şekilde sıralanabilir[27]:

-Profesyoneller tarafından oluşturulan bir tür yatırım fonudur.

-Genç, dinamik, hızlı büyüme ve yüksek kârlılık potansiyeli olan projelere yatırım yapar.

-Şirketlerin başlangıç sermayeleri için iyi bir kaynaktır.

-Finans sektöründe belirli amaçlar için kullanımı öngörülen ve bu amaçlar için oluşturulan bir finansal araçtır.

-Genellikle hisse senedi satın alır.

-Ürün ve hizmet üretimine yardımcı olur.

-Şirket yönetimine katılır, stratejik kararların alınmasında yardımcı olur.

-Uzun vadeli düşünür.

2.2.1.2. Risk Sermayesi Şirketleri

Risk sermayesi şirketleri, risk sermayesi fonlarını toplayan ya da kendi fonlarını risk sermayesi yatırımlarına yönlendiren ve temel faaliyet amacı KOBİ odaklı risk sermayesi yatırımları olan şirketlerdir. Risk sermayesi finansman sürecinde, risk sermayesi fonlarını toplayarak risk sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesini organize eden finansal kuruluşlardır. Büyük fonların toplandığı bu şirketlerin amacına hizmet eden verimli şirketler olarak faaliyette bulunmaları ve bu şirketlere işlerlik kazandırılması, risk sermayesi piyasalarının gelişimi ve bu doğrultuda ülke ekonomilerinin kalkınma ve büyüme hamlelerinin gerçekleştirilmesine katkı sağlayacak girişim fikirlerinin hayata geçirilmesi açısından çok büyük bir önem arz etmektedir.

[27] Çolakoğlu, **a.g.e.**, s. 173.

Risk sermayesi şirketleri, yapıları itibariyle kendilerine has özellikler taşımaktadırlar. Bu özellikler şu şekilde sıralanabilir[28]:

-Yeni ve hızla büyüyeceği düşünülen şirketleri (girişimleri), çoğunlukla hisse senedi alımı yoluyla finanse ederler.

-Finansman sağladıkları şirketlere, yeni ürün ve hizmet geliştirme konusunda yardım ederler.

-Çoğunlukla ortak oldukları şirketlerin yönetimlerinde söz sahibi olarak, şirket stratejisini belirlemeyi amaçlarlar.

-Yatırım yaptıkları şirketlerde ortaklık payları genellikle %50'nin altındadır.

-Yüksek getiri beklentisiyle yüksek risk alırlar.

-Finansman sağladıkları şirketlere ilişkin beklentileri uzun dönemlidir.

-Yatırımlarının taşıdığı riski, ayna anda pek çok şirkete finansman karşılığında ortak olarak, dağıtmayı amaçlarlar.

-Diğer risk sermayesi şirketleriyle ortak yatırımlar yaparlar.

-Yüksek teknoloji üreten şirketlere yatırım yapmanın yanı sıra, hemen hemen bütün sektörler ilgi alanları kapsamındadır,

-Yatırımlarından çıkışları genellikle, ya ortak oldukları şirketi borsada halka arz etme yöntemiyle ya da şirketle ilgilenen büyük bir şirkete hisselerini satma yöntemiyle gerçekleşir.

Risk sermayesi şirket türleri çok çeşitli olmakla birlikte, kaynaklarda risk sermayesi modelinin en gelişmiş şekliyle uygulandığı ABD(Amerika Birleşik Devletleri)'deki risk sermayesi şirket türleri temel alınarak bir ayrım yapıldığı görülmektedir. Bu ayrıma göre;[29]

-Bağımsız risk sermayesi şirketleri, kurumsallaşmış risk sermayesi şirketleridir. Özel ortaklıklar sayesinde kaynak sağlamaktadırlar. Türkiye'de VGSYO ve İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (İş Girişim), bu şirket türüne örnek olarak gösterilebilir.

---

[28] "Risk Sermayesi", *Girişimci Merkezi Finans*, https: // www.turkticaret.net/ business_center/ haber. php?id=124 (28 Ekim 2006).

[29] Sevim Güngörürler, "Dünya Pazarları ile Rekabette Alternatif Bir Finansman ve Yatırım Aracı Risk Sermayesi", *İZTO*, 2005, http://www.izto.org.tr/NR/rdonlyres/B942DEAC-917E-4200-81F5-2D065174DF75/4119/riskserm.pdf (21 Ekim 2006), s. 2.

-Finansal kurumlara ait risk sermayesi şirketleri, ticari bankalar ve sigorta şirketlerinin kendi kredi koşullarına uymayan, risk ve getirisi yüksek yatırımların finansmanı için kurdukları risk sermayesi şirketleridir. Garanti Yatırım ve Yapı Kredi Yatırım, Türkiye'deki örnekler arasında sayılabilirler.

-Küçük işletme yatırım şirketleri, yüksek oranda devlet kaynağı kullanarak KOBİ'lere finansman imkanı sağlayan şirketlerdir. Türkiye'deki örneği; TOBB, KESK, Halk Bankası, KOSGEB ve 16 sanayi odasının ortaklığı ile kurulmuş olan KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.(KOBİAŞ)'dir.

Türkiye'de ise risk sermayesi şirketleri, sermaye piyasaları ve yasal mevzuatlar açısından GSYO'lar adıyla ayrıntılı olarak düzenlenmiştir. GSYO'lar, araştırmanın ilerleyen bölümlerinde ayrıntılı olarak incelenmiştir.

2.2.2. Risk Sermayesi Yatırımının Yapılması

Bu aşama, risk sermayesi finansman sürecinin en uzun aşaması olup, risk sermayesi şirketleri ile girişimcilerin karşılıklı iletişime geçmeleri sonucunda yatırım yapılacak şirketin belirlendiği ve yatırımın gerçekleştirildiği aşamadır. Bir risk sermayesi yatırımı, genel olarak şu aşamalardan geçilerek yapılmaktadır:

- İş Planının Hazırlanması
- Ön Değerlendirme
- Birlikte Çalışma
- Değerlendirme
- Yatırım Sözleşmesinin Düzenlenmesi
- Yatırımın Gerçekleştirilmesi

2.2.2.1. İş Planının Hazırlanması

Risk sermayesi finansından yararlanmak isteyen girişimciler, bu doğrultuda risk sermayesi şirketlerine başvurmaktadırlar. Bu girişimciler, yüksek kârlılık potansiyeli olan ve teknolojik yenilik içeren yatırım fikirlerine sahip ya da mevcut yatırımlarını devam ettirmek veya genişletmek isteyen girişimcilerden oluşan gruplardır. Risk sermayesi yatırımlarının, uygulamalarda genellikle internet, telekomünikasyon, biyoteknoloji, tüketici hizmetleri, enerji ve bilişim sektörlerinde faaliyette bulunan girişimlere yapıldığı görülmektedir.

Girişimciler kendi çalışmaları, analizleri ve fizibilite etütleri doğrultusunda hazırladıkları iş planlarını risk sermayesi şirketlerine sunarak ilk başvurularını yapmaktadırlar. Risk sermayesi şirketlerine sunulacak gelir tahminleri, üretim şekli, yatırımın maliyeti, işletme giderleri, pazarlama stratejisi, yönetim biçimi, yöneticilerin özellikleri ve mali yapıyla ilgili bilgileri içeren bir iş planında genel olarak şu hususların bulunması gerekmektedir[30]:

-Kısa özet (piyasanın, yönetimin ve şirketin rekabetçi avantajları),

-İşletmenin ve sektörün tanımı (şirketin ürünleri, hizmetleri, müşterileri, mali performansı, sorunları, sektörün doğası, cari durumu, beklentileri vb.),

-Yönetim kadrosunun özeti,

-Ürünlerin ve hizmetlerin özellikleri ve avantajları (tanım, mülkiyet durumu, rekabetçi avantajlar, potansiyel),

-Piyasa araştırması ve analizleri (müşteriler, piyasa büyüklüğü ve eğilimi, rekabet),

-Piyasa payı ve satışların tahmini (pazarlama plan ve stratejisi, fiyatlama, satış taktikleri, hizmet ve garanti politikaları, reklam, kamu ilişkileri ve ürün sürümünün sağlanması),

-Planların tasarımı ve geliştirilmesi (gelişme durumu, görevler, zorluklar, riskler, masraflar),

-İşletme planı (coğrafi sınırlar, sabit değerler, strateji ve planlar, işgücü, yönetim kadrosu, organizasyon, yönetim tazminatı ve sahiplik, yönetim kurulu, idari yardım ve eğitim ihtiyaçları, yardımcı mesleki hizmetler),

-Ayrıntılı programlar,

-Kritik riskler ve problemler,

-Mali plan (kâr-zarar tahmini, nakit akış tahmini, bilanço tahminleri, maliyet ve nakit akış kontrolu, teklif edilen ürün, arzu edilen finansman, kapitalizasyon, fonların kullanımı).

[30] Memet Özkan (der.), "Risk Sermayesi Hakkında", *Yeni Ekonomi-İnternet,* 2001, http://www.danismend.com / konular / yeniekonomi / RISK%20SERMAYESI%20HAKKINDA . htm (17 Ekim 2006).

2.2.2.2. Ön Değerlendirme

Ön değerlendirme, risk sermayesi şirketlerinin, iş planları ile yapılan başvuruları inceledikleri ve belirledikleri normlar çerçevesinde kabul edilebilirlik açısından değerlendirdikleri aşamadır. Gelen başvurular risk sermayesi şirketleri tarafından değerlendirilir ve uygun görülmeyenler elenerek, uygun bulunanlar görüşmeye davet edilir.

İş planı, risk sermayesi şirketini ikna etmeyi ve şirketin yatırım projesinin hayata geçirilmesi hususunda ikna edici olmayı amaçlarken; projenin yüksek getiri potansiyeline sahip olması konusundaki risk sermayesi şirketlerinin olumsuz düşünceleri nedeniyle, projelerin %95'i henüz başvuru aşamasında elenmekte ve reddedilmektedir[31]. Bundan dolayı iş planı hazırlanırken girişimcilerin bazı hususlara dikkat etmeleri gerekmektedir. Bu hususlar şu şekilde sıralanabilir[32]:

-Bir girişimci, kendi girişiminin finansal ihtiyaçları kadar, risk sermayesi şirketinin de yatırım tercihleri ve limitlerini iyice kavramalı ve iyi değerlendirmelidir.

-Girişimci, üretim düzeyini ve finansal gereksinimlerini belirlemede profesyonel hizmetlerden yararlanmalıdır.

-Girişimci, sermaye gereksinimini yatırım projesinin bütün dönemlerini göz önüne alarak belirlemeli ve buna göre sermaye talebinde bulunmalıdır.

-Girişimci, yönetim kadrosunu risk sermayesi şirketine başvurmadan oluşturmalıdır.

-Girişimci, proforma finansal tabloların hazırlanmasında, mümkün olduğunca basit bir sermaye yapısı göstererek, karmaşık finansal düzenlemelere yol açmamalıdır.

-Girişimci, başlangıçta bir tek ürünün üretilmesi ve piyasaya sunulması üzerinde durmalıdır.

-Girişimcinin, ürününü ya da girişimini olduğundan daha başarılı göstermeye çalışması, yatırımcı tarafından girişimcinin başarıya ulaşmakta güçlük yaratacak kadar duygusal olduğu şeklinde yorumlanabilir.

---

[31] Chambers, a.g.m., ss. 75-88.
[32] Ali Ceylan, **Finansal Teknikler,** Bursa: Ekin Kitabevi, 2003, ss. 172-173.

-Projenin değerlendirilmesi için risk sermayesi kuruluşuna yeterli zaman verilmelidir. Kararın bir an önce verilmesi için yapılan zorlamalar, yatırımcılara girişimin zamanlamasının iyi yapılmadığı veya sorun çıkararabilecek bir durumun olduğu izlenimini verebilir. Bu nedenle risk sermayesi şirketlerine baskı yapılmamalıdır.

2.2.2.3. Birlikte Çalışma

Yapılan ön değerlendirme sonrası, risk sermayesi yatırımları için umut vadeden girişimciler risk sermayesi şirketleri tarafından görüşmeye çağırılırlar. Karşılıklı uzlaşmanın sağlanmasından sonra, girişimcinin yatırım projesi üzerinde detaylı çalışmalar başlar. Yatırımcıların ve girişimcilerin işbirliği ile gerçekleştirilen birlikte çalışma aşamasında, projenin ekonomik ve mali açıdan ayrıntılı teknik analizleri yapılmakta ve risk sermayesi şirketleri tarafından fizibilite etüdü hazırlanmaktadır.

Yapılan analizler ve hazırlanan fizibilite raporu; talep ve piyasa araştırması, yatırım tutarı, gelir ve gider tahminleri, kârlılık yapısı, genel ekonomik-siyasal konjonktür ve beklentiler, yatırım süresi ve riski vb. konularda risk sermayesi şirketlerine ayrıntılı bilgileri sağlamaktadır. Ayrıca bu aşamada, yatırımın kârlılık oranı da hesaplanır. Yatırım projelerinin kârlılıklarının hesaplanmasında genellikle şu finansal teknikler kullanılmaktadır[33]:

-Sermayenin Yaklaşık (veya Ortalama) Kârlılığı

-Geri Ödeme Süresi

-İç Kârlılık Oranı (Hakiki Verim - İndirgenmiş Para Akışı - Sermayenin Marjinal Etkinliği) Yöntemi

-Fayda Maliyet Oranı (veya Kârlılık Endeksi)

-Yıllık Eşdeğer Gider Yöntemi

Risk sermayesi şirketleri, kullanılan tekniğe göre hesaplanan kârlılığın, bekledikleri veya istedikleri düzeyde sonuçlar vermesini istemektedirler. Kârlılık hesaplamaları önemli olmakla birlikte, yatırım kararlarının verilmesi için tek başına yeterli değildir. Risk sermayesi şirketleri, bu doğrultuda tüm ekonomik, sosyal,

[33] Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim,** 3.b., İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 1998, s. 331.

siyasal, finansal ve mali verileri hesaplamakta ve mevcut verileri analizlerine dahil etmektedirler.

Bu aşamadaki çalışmaların titizlik içerisinde yapılmış bilimsel yöntemlere dayanması, yatırımların geleceği için çok büyük bir önem taşımaktadır. Çünkü bu aşamada yapılabilecek hatalar, risk sermayesi şirketlerine gerçeği yansıtmayan bilgileri sunacak ve şirketler, amacına ulaşmayan başarısız girişimleri fonlayacaklardır. Sonuçta risk sermayesi birikimleri zarar görecek ve kaynakların doğru yatırımlarda kullanılmaması, kaynak etkinsizliği yaratarak ülke ekonomilerini de olumsuz yönde etkileyecektir.

2.2.2.4. Değerlendirme

Bu aşamada, risk sermayesi şirketleri ve girişimciler tarafından girişim fikrine veya mevcut işletmelerin geleceğine ilişkin hesaplanan ya da tespit edilen neticeler değerlendirilir. Risk sermayesi şirketleri, daha önceden belirlemiş oldukları yatırım politikaları ve kriterleri çerçevesinde ellerindeki mevcut sonuçları değerlendirerek, risk sermayesi yatırımını gerçekleştirip gerçekleştirmeme konusundaki son kararlarını verirler.

Mevcut sonuçlar ve veriler, risk sermayesi şirketleri tarafından piyasaya erişim, yönetim kalitesi, beklenen getiri, risk-getiri yapısı, coğrafi konum, piyasaya yakınlık, finansal güç, proje sahibinin etkinliği, rakiplere göre avantajlar, hisselerin paylaşımı, patent hakları, yasal alt yapı vb. kriterler açısından değerlendirilirler[34]. Yatırım projesinin zaman-risk yapısı incelendikten sonra, risk sermayesi şirketinin değerlendirmeleri olumlu sonuç vermiş ise; son olarak yatırımın fiyatlandırılması yapılarak ortaklık payları belirlenmektedir. Yani değerlendirme aşaması, risk sermayesi şirketinin kendisine başvuran girişimlerle ilgili son kararını verdiği aşamadır. Risk sermayesi şirketlerinin yaptıkları değerlendirmeler;

-Olumsuz sonuç verirse; girişimciler reddedilmekte,

-Olumlu sonuç verirse; risk sermayesi şirketleri finanslama, ortaklık payı ve katılma koşullarını belirlemektedirler.

[34] "Risk Sermayesi (Venture Capital,VC)", *Bilgi Merkezi/Finansman*, http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/02020703/10659 (14 Ekim 2006).

2.2.2.4.1. Yatırım Aşamalarının Zaman-Risk Yapısı

Risk sermayesi yatırımlarının riski, yatırım yapılan girişimcinin hangi aşamada finanse edildiğine ve bu finansman aşamasına göre farklılaşan yatırım süresine bağlı olmaktadır. Risk sermayesi yatırımından çıkış süresi uzadıkça yatırımların riski de artmaktadır. Bu doğrultuda risk sermayesi yatırım aşamalarının zaman-risk yapısı Tablo 2.1.'deki gibidir.

Tablo 2.1. Yatırım Aşamalarının Zaman-Risk Yapısı

Yatırım Türü	Zaman (Yıl)	Risk
Çekirdek Sermayesi (Seed Capital)	7-10	Çok Yüksek
Başlangıç Finansmanı (Start-up Capital)	5-10	Çok Yüksek
Erken Aşama ve Geçit Finansmanı (Early Stage and Gate Financing)	3-7	Yüksek
Büyüme-Genişleme Finansmanı (Expansion Investments)	1-3	Orta
Köprü Finansmanı (Bridge Financing/Mezzanine)	1-3	Orta-Düşük
Şirket Kurtarma Finansmanı (Turnaround Financing)	3-5	Orta-Yüksek
Satın Alma Destek Finansmanı (Management Buyout/Buyin)	1-3	Düşük-Yüksek

Kaynak: "Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye'deki Uygulamaları", *Bilgi Bankası,* http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html (19 Ekim 2006).

Yatırımların süresi uzadıkça gelecekle ilgili tahminler güçleşirken, belirsizlikler de artmaktadır. Bu nedenle uzun süreli erken aşama finansmanlarının riski yükselmektedir. Ancak riski artan yatırımların yüksek getiriler vadetmesi, bu yatırımları risk sermayesi şirketleri için cazip hale getirmektedir. Fakat girişimcilerin erken aşamalarda finanse edilmesi, risk sermayesi şirketleri için çeşitli olumsuzluklara da neden olabilmektedir. Bu olumsuzluklar şu şekilde sıralanabilir;

-Uzun süreli tahminlerin yapılmasının zorluğundan dolayı yapılabilecek hatalı tahminler sonucunda, girişim projelerinin doğru değerlendirilememesi ve yanlış kararlar verilmesi,

-Fizibilite çalışmalarının daha yüksek turarlara mal olması,

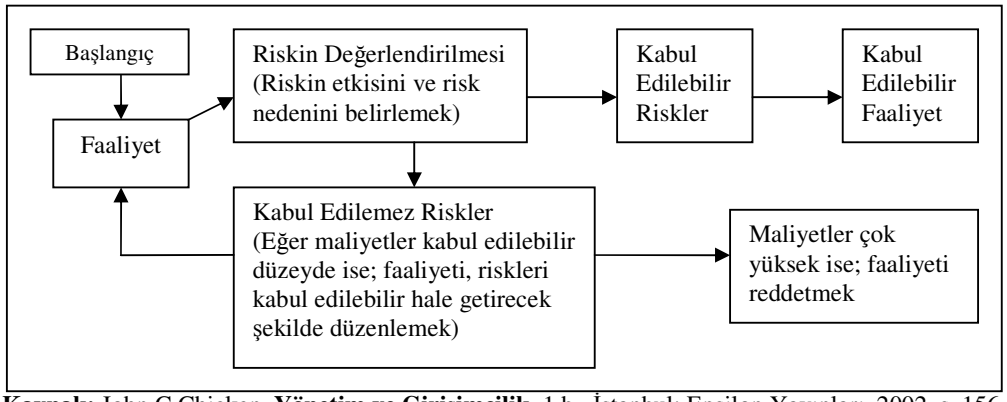
-Yatırımların ilerleyen aşamalarında, beklenmeyen gelişmeler sonucunda ek finansmana ihtiyaç duyulması,

-Eldeki fonların uzun süreli yatırımlarda kullanılması ile, ortaya çıkabilecek kârlı yatırım fırsatlarının değerlendirilememesi ve,

-Uzun süre ve finanse edilen işletmenin faaliyet aşamasından dolayı, daha çok emek isteyen süreçleri içermesi.

Ancak bu noktada, risk sermayesinin çıkış noktasının ve temel yatırım aşamasının erken aşamadaki yatırımlar olduğu, bu nedenle de erken aşama yatırımlarının risk sermayesinin kuramsal yapısı ve uygulamaları açısından önemli bir yeri olduğu belirtilmelidir.

Değerlendirme aşamasında risk sermayesi şirketleri, girişimleri getiri-risk politikaları ve tercihleri doğrultusunda analiz etmektedirler. Şirketler katlandıkları risk doğrultusunda getiri getirebileceğini düşündükleri girişimleri çeşitli aşamalarda finanse ederlerken, diğer girişimleri elemektedirler. Bu amaçla yatırım projelerinin riski şekil 2.2.'deki gibi değerlendirilmektedir.



Kaynak: John C.Chicken, **Yönetim ve Girişimcilik,** 1.b., İstanbul: Epsilon Yayınları, 2002, s. 156.

Şekil 2.2. Yatırım Projelerinin Riskinin Değerlendirilmesi

Bu aşamada yatırım projeleri, kabul edilebilir ve kabul edilemez riskleri açısından analiz edilmektedirler. Projelerin riskleri kabul edilebilir boyutlarda ise yatırım onaylanmakta, risklerin yaratacağı muhtemel maliyetler çok yüksek ve kabul edilemez boyutlardaysa yatırım reddedilmektedir.

2.2.2.4.2. Yatırımın Fiyatlandırılması ve Ortaklık Paylarının Belirlenmesi

Risk sermayesi şirketinin değerlendirmeleri olumlu sonuç vermiş ise, şirket tarafından yatırımın fiyatlandırılması yapılarak katılım koşulları belirlenir. Risk sermayesi şirketi, beklediği getiri doğrultusunda yatırıma hangi ortaklık payıyla gireceğini belirlemektedir.

Fiyatlama, yatırım yapılacak şirket değerinin ne olacağının hesaplanmasıdır. Fiyatı etkileyen faktörler şu şekilde sıralanabilir[35]:

- Şirketin ne kadar büyüyeceği,
- Finansal öngörülerin doğruluğu,
- Ek finansman,
- Yatırımdan çıkış opsiyonları,
- Likiditasyon (risk sermayesi yatırımının nakde çevrilmesi-yatırımdan çıkış) ve,
- Dönemsel gelirlerin varlığı.

Fiyatlama ve ortaklık paylarının belirlenmesi süreci aşağıdaki gibi işlemektedir[36]:

1-Öncelikle risk sermayesi şirketi, yatırımın riskine göre amaçladığı getiri katsayısını belirlemektedir. Yatırımın riski, girişimin finanse edildiği aşamaya göre farklılaşmaktadır. Finansman aşamasına göre, erken aşamalarda yatırım projesinin riski yüksek ve fiyatlama riski düşükken; buna karşılık geç aşamalarda fiyatlama riski yüksek ve proje riski düşüktür. Burada risk sermayesi şirketi, riski göz önünde bulundurarak amaçladığı getiri katsayısını belirler.

2-Yatırım yapılacak şirketle benzerlik gösteren ve halka açık olan diğer şirketlerin fiyat/kazanç oranları esas alınarak şirketin değeri hesaplanmaya çalışılır.

3-Risk sermayesi finansı için belirlenen sürenin sonunda şirketin beklenen piyasa değerinin hedeflenen getiriye oranlanması ile risk sermayesi yatırımcısının gereken ortaklık payı bulunur.

Yapılan hesaplamalar ile risk sermayesi şirketi, beklentileri doğrultusunda şirket değerini ve katılım payını belirlemektedir. Yani finansman koşulu olarak, şirketin yatırıma hangi ortaklı payıyla katılacağı belirlenmektedir.

---

[35] Şirvan, **a.g.e.**, s. 28.

[36] Hüseyin Karabulut, "Risk Sermayesi Finansman Modeli", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001), s. 26.

2.2.2.5. Yatırım Sözleşmesinin Düzenlenmesi

Bu aşamada, risk sermayesi şirketinin yatırımla ilgili değerlendirmeleri olumlu sonuç vermiş ve risk sermayesi yatırımı kârlı bulunmuştur. Bu doğrultuda, yatırım sözleşmesinin hazırlanması sürecine geçilir.

Yatırım sözleşmesi, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları ile girişimcilerin hak ve yükümlülüklerini içeren ve katılma koşullarını düzenleyen bir ortaklık sözleşmesidir. Bu sözleşmenin gerçekleştirilmesi için, tarafların yatırımla ilgili beklentilerinin uzlaşması gerekmektedir. Bu amaçla her iki taraf da birbirlerine katılma koşullarını sunarlar. Sözleşme her iki tarafın da uygun göreceği şekilde hazırlanır. Taraflar belirledikleri hususlarda anlaşmaya varırlarsa, ortaklık sözleşmesi hazırlanır ve yatırımın gerçekleştirilmesine geçilir.

2.2.2.6. Yatırımın Gerçekleştirilmesi

Yatırım sözleşmesinin imzalanmasıyla risk sermayesi yatırımı gerçekleştirilmiş olur. Taraflar, belirlenen amaçların gerçekleştirilmesi için görevleri çerçevesinde çalışmaya başlarlar. Risk sermayesi şirketinin yatırımdan çıkışına kadar devam eden bir süreçtir. Bu aşamada taraflar, tüm bilgi, beceri ve eforlarını işletme değerinin ençoklaştırılması için kullanırlar.

2.2.3. Risk Sermayesi Yatırımından Çıkış

Likiditasyon olarak da adlandırılan yatırımdan çıkış aşaması, risk sermayesi finansman sürecinin son aşamasıdır. Yatırımın başarıya ulaşması için gerekli tüm çabalar gösterilmiş ve yatırımın sonuna gelinmiştir.

Bu aşama, risk sermayesi şirketlerinin, finanse ettikleri işletmelerdeki ortaklık paylarını satarak yatırımdan çıktıkları aşamadır Yatırımdan çıkış şekli, yatırım sözleşmesinde belirlenmekte veya yatırımın seyrine göre daha sonra kararlaştırılmaktadır. Ancak temel nokta; risk sermayesi şirketlerinin, girişimin kendilerine en yüksek getiriyi sağlayacağı durumda ve zamanda yatırımdan çıkmalarıdır. Bu doğrultuda risk sermayesi şirketlerinin temel amacı, yatırım yaptıkları işletmeleri geliştirip belli bir kârlılık düzeyine ulaştırdıktan sonra bu

işletmelerdeki hisselerini satmak ve bağlı tuttukları fonları ve bekledikleri kârları likit hale dönüştürmektir.

Risk sermayesi yatırımlarının likiditasyonu genellikle şu altı şekilde olmaktadır:

-Risk sermayesi şirketinin ortaklık payının, işletmenin halka arz edilmesi yoluyla satılması,

-İşletmenin bütünüyle başka şirketlere satılması,

-Risk sermayesi şirketinin hisselerinin finanse edilen girişimci tarafından satın alınması,

-İşletmenin tasfiye edilmesi,

-Risk sermayesi şirketinin hisselerinin üçüncü kişilere satılması ve,

-İşletmenin yeniden organize edilmesidir.

Ancak halka arz ve başka şirketlere satış, risk sermayesi şirketlerinin kullandığı iki temel çıkış seçeneğidir.[37].

2.2.3.1. Halka Arz

Risk sermayesi şirketleri, finanse ettikleri işletmelerdeki ortaklık paylarını halka arz yolu ile satarak risk sermayesi yatırımınlarından çıkabilirler. Şirketler bu yönteme, şirket hisselerinin en yüksek fiyattan satılacağını düşündükleri zaman başvurmaktadırlar. Çıkış, şirket hisselerinin ilk kez halka arz edilmesi (initial public offering-IPO) şeklinde öngörülmüşse; ilk satış hakkının risk sermayesi şirketlerine tanınması, genel kabul görmüş prosedürdür[38]. Yine benzer şekilde; finanse edilen şirkette çoğunluk hissedarı olan ortağın hisselerini satmak istemesi durumunda, genellikle azınlık hissedarı konumunda olan risk sermayesi şirketi de çoğu zaman bu satışa katılma hakkına sahip olur[39]. Çıkış için halka arz seçeneğini tercih etmeleri durumunda, risk sermayesi şirketlerinin şu hususlara dikkat etmeleri gerekmektedir[40]:

---

[37] Ali Çımat ve Atakan Laçinel, **KOBİ'lerin Finasman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi**, Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, 2002, s. 100.
[38] Usta, **a.g.e.**, s. 354.
[39] Usta, **a.g.e.**, s.354.
[40] Cengiz Erol, **İşletmelerde Finansal Yönetim,** 1.b., Ankara: İmge Kitabevi, 1999, s. 331.

-Açılmayı destekleyecek ve açılmaya yardımcı olacak başarılı bir aracı kurumu seçmek.

-İşletmenin "fiyat/kazanç çarpanı" oranının cazip durumda olduğu bir zamanda halka açılmayı tamamlamak.

-Halka açılmayı planlayan işletme, üç ila beş yıllık bir dönemi kapsayan istikrarlı bir kârlılığa sahip olmalıdır. Kârlılığın yanında, işletmenin güvenilebilir bir piyasa payına sahip olması ve tanınmış bir firma olması arzulanır.

-Halka açılmayı planlayan işletme, kapasiteli ve istikrarlı bir yönetime sahip olmalıdır.

Halka arz yönteminin başarılı olması veya uygulanması, bazı koşulların mevcudiyeti ile mümkün olmaktadır. Bu koşullar şu şekilde sıralanabilir:

-Gelişmiş ve etkili bir şekilde işleyen sermaye piyasalarının ve,

-Ağır kotasyon koşulları içermeyen, KOBİ'lerin yapısına uygun KOBİ borsalarının mevcudiyeti.

2.2.3.2. Başka Şirketlere Satış

Bu yöntem, sadece risk sermayesi şirketinin sahip olduğu şirket hisselerinin satışı şeklinde gerçekleşebileceği gibi, finanse edilen şirketin tamamının satışı şeklinde de gerçekleşebilmektedir. Sonuç olarak risk sermayesi şirketi, ortaklık payını başka şirketlere satarak risk sermayesi yatırımından çıkmaktadır. Bu yöntem büyük şirketler açısından, AR-GE yatırımı yapmadan yeni ürünler üreten veya hizmetler sunan kârlı işletmelerin şirket bünyesine katılması imkanı sunması nedeniyle çekici olmakta ve son yıllarda artış eğilimi göstermektedir[41].

2.3. KURAMSAL RİSK SERMAYESİ FİNANSI ÖRNEKLERİ

Risk sermayesi yatırımlarındaki en önemli hususlardan birisi, risk sermayesi şirketleri ve girişimcilerin ortaklık paylarının belirlenmesidir. Risk sermayesi şirketlerinin yatırım stratejileri (çoğunluk veya azınlık hissedarı olmak), girilen yatırımların tercihinin ve dolayısıyla ortaklık paylarının en önemli belirleyicisi

[41] Hüseyin İskender, "Risk Sermayesi ve Risk Sermayesi Sektörünün Gelişiminde Faizsiz Finans Kurumlarının Rolü", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1995), s. 115.

olmaktadır. Ancak kuramsal açıdan ortaklık payları, temel olarak şu değişkenler çerçevesinde belrlenmektedir:

-Benzer şirketlerin verileri veya yapılan tahminler ile belirlenen kazanç çarpanı,
-Risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarının vergi sonrası gelir hedefi,
-Sermaye kazancına uygulanan vergi oranı,
-Şirketin hedeflenen halka açılma oranı ve,
-Risk sermayesi yatırım tutarı.

Bu değişkenler doğrultusunda ortaklık paylarının belirlenmesi şu şekilde formüle edilmektedir[42]:

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Fonlarının Ortaklık Payı = [(Yatırım Çarpanı – Sermaye Kazanç Vergi Oranı) / (1 – Sermaye Kazanç Vergi Oranı)] x [Risk Sermayesi Yatırım Tutarı / (Kazanç Çarpanı x Net Kâr)] x [1 + Olası (Hedeflenen) Halka Açılma Oranı] (1)

Yatırım Çarpanı: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Fonlarının Hedefledikleri Getiri / Koydukları Sermaye Tutarı (2)

Kazanç Çarpanı : Finanse Edilen Şirketin Halka Arz Sırasındaki Hisse Değeri / Finansman Aşamasındaki Hisse Değeri (3)

Ortaklık paylarının belirlenmesi dışında, risk sermayesi yatırımlarında şirket ve hisse senedi fiyatları da şu formüller ile bulunmaktadır[43]:

Yatırım Öncesi Şirket Değeri = (Yatırım Öncesi Toplam Hisse Senedi Sayısı) x (Hisse Senedi Fiyatı) = (Yatırım Sonrası Şirket Değeri) – (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) (4)

Yatırım Sonrası Şirket Değeri = (Yatırım Öncesi Şirket Değeri) + (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) = (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) / (Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ve Fonlarının Ortaklık Payı) = (Toplam Hisse Senedi Sayısı) x (Hisse Senedi Fiyatı) (5)

[42] Ceylan, **Finansal Teknikler**, s. 160.
[43] Tuck School of Business at Dartmouth, "Note on Private Equity Deal Structure", *Private Equity Files*, http://www.seca.ch/sec/files/private_equity/Deal_Structure_PE.pdf (10 Ocak 2007), ss. 2-10.

Şirket Değerindeki Artış = (Risk Sermayesi Yatırımı Sonrasındaki Hisse Senedi Fiyatı) / (Finansman Öncesindeki Hisse Senedi Fiyatı) = (Risk Sermayesi Yatırımı Sonrasındaki Şirket Değeri) / (Finansman Öncesindeki Şirket Değeri) (6)

Bir şirketin aynı risk sermayesi şirketince ikinci kez finanse edilmesi durumunda ise, formüller şu şekilde olmaktadır:

Yatırım Sonrası Şirket Değeri = (Risk Sermayesi Yatırımı Sonrası Oluşan Toplam Pay Sayısı) x (Hisse Senedinin Efektif Fiyatı) (7)

Yatırım Öncesi Şirket Değeri = (Risk Sermayesi Yatırımı Sonrasındaki Şirket Değeri) – (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) (8)

Hisse Senedinin Efektif Fiyatı = (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) / [(Risk Sermayesi Yatırımı Sonrası Oluşan Toplam Pay Sayısı) – (Finansman Öncesindeki Toplam Pay Sayısı)] (9)

Örnek 1: X Şirketine büyüme-genişleme aşamasında yatırım yapmayı düşünen risk sermayesi yatırım ortaklığı, sermaye tutarının 3 katı kadar bir getiri hedeflemektedir. Finansman gereksinimi 2.000 YTL olan X Şirketinin, 5 katlık bir sermaye kazanç oranı ile halka açılması beklenmektedir. Şirketin 4 yıllık net kârının 6.000 YTL olacağı tahmin edilmektedir. İşletmenin %40'nın halka arz edilmesi amaçlanmaktadır. Ayrıca sermaye kazancına uygulanan vergi oranı %5'tir. (X Şirketi daha önceden banka kredisi olarak 1.000 YTL'lik borç kullanmıştır ve girişimcinin şirkete koyduğu öz sermaye tutarı 6.000 YTL'dir.)

Bu veriler doğrultusunda risk sermayesi yatırım ortaklığına beklediği yatırım hedefini sağlayan ortaklık payı şu şekilde bulunmaktadır:

$$\text{Yatırım Ortaklığının Ortaklık Payı} = \left[\frac{3-0{,}05}{1-0{,}05}\right] \text{ x } \frac{2}{5\times 6} \text{ x } (1 + 0{,}4) = \%28{,}979$$

Bu noktada, risk sermayesi finansının şirketin finansal yapısına olan etkisi de önem kazanmaktadır. Çünkü risk sermayesi, şirketin finansal tercihlerinden birisidir. Yani şirket, risk sermayesi dışında imkanı olması halinde krediyle finansman

tercihini de kullanabilir. Ancak özellikle başlangıç aşamasındaki şirketlerin düşük borç ve öz kaynak ağırlıklı bir şekilde kurulması, bu şirketleri daha sağlıklı bir finansal yapıya kavuşturacaktır. Bu doğrultuda aynı X Şirketinin borçlanma ve risk sermayesi finansı ile oluşan finansal yapısı aşağıdaki tablodaki gibi oluşacaktır:

	Borçlanma ile Oluşan Finansal Yapı	Risk Sermayesi ile Oluşan Finansal Yapı
Girişimcinin Ortaklık Payı (%)	100	71,021
Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının Ortaklık Payı (%)	-	28,979
Girişimcinin Payı (YTL)	6.000	6.000
Yatırımcının Payı (YTL)	-	2.000
Toplam Özsermaye (YTL)	6.000	8.000
Finansman Öncesi Borç (YTL)	1.000	1.000
Finansman Sonrası Toplam Borç (YTL)	3.000	1.000
Borçlar/Öz Kaynaklar (%)	50,00	12,50

X Şirketi, finansman gereksinimini borçlanma yerine risk sermayesi ile karşılaması durumunda daha sağlıklı bir finansal yapıya kavuşmaktadır. Şirket risk sermayesi finansı sonucunda, işletme sermayesi, borçların ödenebilmesi, herhangi bir finansal sıkıntı durumunda kaynak bulma vb. hususlarda daha elverişli bir finansal yapıya kavuşmaktadır.

Örnek 2: Y Şirketinin finansman öncesindeki hisse sayısı 6.000 YTL'lik yatırımla 8.000.000'dur. Y Şirketi, 4.000 YTL'lik risk sermayesi yatırımı ile başlangıç aşamasında finanse edilmiştir. 2.000.000 adet şirket hissesi ile A Risk Sermayesi Şirketinin Y Şirketindeki ortaklık payı %20'dir. Y Şirketinin ortaklık ve hisse senedi fiyatları yapısına ilişkin veriler aşağıdaki tabloda görülmektedir.

Finansman Öncesi Şirket Hisselerine Yönelik Bilgiler			
	Pay Sayısı	Yatırım Tutarı	Hisse Senedi Fiyatı
Kurucular	8.000.000	6.000 YTL	0,00075
Risk Sermayesi Şirketinin Yatırımı			
A Risk Sermayesi Şirketi	2.000.000	4.000 YTL	0,002
Toplam	10.000.000	10.000 YTL	-

Bu doğrultuda Y Şirketinin finansman öncesi ve sonrası şirket değerleri şu şekilde bulunmaktadır:

Risk Sermayesi Yatırımı Sonrasındaki Şirket Değeri = 4.000 (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) / 0,2 (Risk Sermayesi Şirketinin Ortaklık Payı) = 20.000 YTL

Yatırım Öncesindeki Şirket Değeri = 8.000.000 (Yatırım Öncesi Toplam Hisse Senedi Sayısı) x 0,002 (Hisse Senedi Fiyatı) = 16.000 YTL

Örnek 3: Örnek 2'deki aynı Y Şirketi ek finansmana ihtiyaç duymaktadır, fakat A Risk Sermayesi Şirketi ek finansman talebine olumsuz yanıt vermektedir. Bu doğrultuda Y Şirketi, pay fiyatı 0,001 YTL'den toplam 2.000 YTL'lik risk sermayesi finansı arayışına girmiş ve B Risk Sermayesi Şirketinden olumlu yanıt almıştır. Bu doğrultuda Y Şirketinin yeni ortaklık yapısı aşağıdaki tablodaki gibi oluşacaktır (A Risk Sermayesi Şirketinin Örnek 2'de Y Şirketini konvertibl tercihli hisse senedi– convertible preferred stock[*]– ile finanse ettiği varsayılmaktadır).

	Pay Sayısı	Yatırım Tutarı	Hisse Senedi Fiyatı	Ortaklık Payı(%)
Kurucular	8.000.000	6.000 YTL	0,0006	57,14
A Risk Sermayesi Şirketi	4.000.000	4.000 YTL	0,001	28,57
B Risk Sermayesi Şirketi	2.000.000	2.000 YTL	0,001	14,29
Toplam	14.000.000	12.000 YTL	-	100

A Risk Sermayesi Şirketinin, elindeki hisse senetlerini 0,001 fiyatlı hisse senetleri ile değiştirmesi sonucunda şirketteki ortaklık payı artarken; şirket kurucularının ortaklık payı azalmıştır. Son durumdaki şirket değerleri şu şekilde bulunur:

[*] Hisse senedi sahiplerine, ellerindeki şirket hisselerini aynı şirketin daha sonradan çıkarttığı hisse senetleri fiyatından değiştirme hakkı veren hisse senedi.

Risk Sermayesi Yatırımı Sonrasındaki Şirket Değeri = 2.000 (B Risk Sermayesi Şirketinin Yatırım Tutarı) / 0,1429 (B Risk Sermayesi Şirketinin Ortaklık Payı) = 13.995,8 YTL

Yatırım Öncesi Şirket Değeri = 12.000.000 (Kurucuların ve A Risk Sermayesi Şirketinin Toplam Pay Sayısı) x 0,001 (Hisse Senedi Fiyatı) = 12.000 YTL

Örnek 4: Örnek 3'deki aynı ek finansman gereksinimi durumu için, bu sefer A Risk Sermayesi Şirketinin olumlu olarak cevap verdiği düşünüldüğünde; Y Şirketinin yeni ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi oluşmaktadır.

	Pay Sayısı	Yatırım Tutarı	Hisse Senedi Fiyatı	Ortaklık Payı(%)
Kurucular	8.000.000	6.000 YTL	0,0006	57,14
A Risk Sermayesi Şirketi	6.000.000	6.000 YTL	0,001	42,86
Toplam	14.000.000	12.000 YTL	-	100

Son durumdaki şirket değerleri şu şekilde hesaplanmaktadır:

Hisse Senedinin Efektif Fiyatı = 2.000 (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) / 4.000.000 [(Risk Sermayesi Yatırımı Sonrası Oluşan Toplam Pay Sayısı) – (Finansman Öncesindeki Toplam Pay Sayısı)] = 0,0005 YTL

Risk Sermayesi Yatırımı Sonrasındaki Şirket Değeri = 14.000.000 (Risk Sermayesi Yatırımı Sonrası Oluşan Toplam Pay Sayısı) x 0,0005 (Hisse Senedinin Efektif Fiyatı) = 7.000 YTL

Yatırım Öncesi Şirket Değeri = 7.000 (Risk Sermayesi Yatırımı Sonrasındaki Şirket Değeri) – 2000 (Risk Sermayesi Yatırım Tutarı) = 5.000 YTL

BÖLÜM III. ABD VE AVRUPA'DA RİSK SERMAYESİ

Tüm dünya açısından kullanımı çok da eski olmayan risk sermayesi finansman modelinin günümüzdeki modern şekliyle ilk kullanımı, 1946 yılında bu alandaki ilk risk sermayesi fonu olan AR&D'nin kurulmasıyla gerçekleşmiştir[44]. Bu bakımdan ABD, modern anlamdaki risk sermayesi finansman modelinin ilk olarak uygulandığı ve dolayısıyla da risk sermayesi olgusunun kaynağı olan ülke konumundadır.

Modelin ilk olarak ABD'de uygulanması ve gelişmesi ve bunu Avrupa ülkelerinin izlemesine paralel olarak, risk sermayesi ve yatırımları ABD ve birçok Avrupa ülkesinde başarılı bir şekilde uygulanmaktadır. Bu nedenle, bu ülkelerin risk sermayesi sektörlerinin genel yapısının incelenmesi önem arz etmektedir.

ABD ve Avrupa risk sermayesi sektörleri ve sistemleri incelendiğinde, risk sermayesi yatırımlarının erken (*venture capital*) ve geç aşama (*buyout&bridge financing*) olarak sınıflandırıldığı ve tüm erken ve geç aşama yatırımlarının da "*private equity*" olarak ifade edildiği görülmektedir. Bu sınıflandırma Tablo 3.1.'de görülmektedir.

Tablo 3.1. ABD ve Avrupa'da Risk Sermayesi Sınıfları

Risk Sermayesi	
Venture Capital	Buyout&Bridge Financing
* Çekirdek Sermayesi * Başlangıç Finansmanı * Erken Aşama ve Geçit Finansmanı * Büyüme-Genişleme Finansmanı	* Köprü Finansmanı * Şirket Kurtarma Finansmanı * Satın Alma Destek Finansmanı

Ancak bu noktada, Türkiye'de risk sermayesi için çoğunlukla, sadece erken aşama yatırımlarını içeren "*venture capital"* ifadesinin kullanımının bir kavram kargaşası yarattığı belirtilmelidir. Çünkü Türkiye'de kullanılan risk sermayesi kavramı, tüm erken ve geç aşama yatırımlarını içermektedir. Bu doğrultuda Türkiye'de "*venture capital*" ifadesinin tüm risk sermayesi yatırımlarını içeren bir şekilde kullanımı, kelimenin ulusal ve uluslararası içeriği bakımından sorun yaratabilmektedir. Bu nedenle Türkiye'de risk sermayesi yerine private equity,

[44] Colin C.Haley, "IT Risk Sermayesi Alanında Bir General; Powell", *Finans/Risk Sermayesi,* 2005, http://turk.internet.com/haber/yazigoster.php3?yaziid=13347 (11 Ocak 2007).

equity investments, finansal ortaklık, girişim sermayesi, özel hisse senedi ortaklığı, iştirak yatırımı vb. ifadeler de kullanılmaktadır. Türkiye'deki yasal mevzuatlarda "*risk sermayesi*" ifadesinin "*girişim sermayesi*" şekline dönüştürülmesine rağmen, finansal terim olarak halen daha yaygın bir şekilde "*risk sermayesi*" ifadesi kullanılmakta ve bu ifade tüm aşamalardaki yatırımları içermektedir.

3.1. ABD'DE RİSK SERMAYESİ

Risk sermayesi ABD'de, özellikle 1970'li yıllardan sonra tutar ve yatırım sayısı açısından çok önemli boyutlara ulaşmış bir finansman yöntemidir[45]. 2000 yılında yıllık toplam yatırım tutarı açısından rekor seviyesi olan 105 milyar USD'ye ulaşan ABD risk sermayesi yatırımlarının 1995-2006 yılları arasındaki seyri Tablo 3.2'de görülmektedir.

Tablo 3.2. ABD'de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı

Yıl	Yatırım Sayısı	Yıllık Değişim (%)	YatırımTutarı (milyar USD)	Yıllık Değişim (%)
1995	1848	-	8,13	-
1996	2578	39,50	11,28	38,75
1997	3157	22,46	14,90	32,10
1998	3647	15,50	21,09	41,55
1999	5509	51,05	54,20	157,00
2000	7913	43,63	104,99	93,70
2001	4493	-43,22	40,69	-61,24
2002	3083	-31,38	21,83	-46,35
2003	2895	-6,10	19,68	-9,85
2004	3031	4,70	22,13	11,07
2005	3100	2,27	22,77	2,90
2006	3416	10,20	25,50	11,99

Kaynak: PricewaterhouseCoopers, "Total U.S. Investments by Year Q1 1995-Q4 2006", *Download Historical Trend Data for the U.S. and for Select Regions,* http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/NationalAggregateData95Q1-06Q4.xls (12 Ocak2007), s. 1.

1995-2000 yılları arasında hızla artan ABD risk sermayesi yatırımları, daha sonrasında bir düşüş trendine girmiştir. 2002-2006 yılları arasında ise, risk sermayesi yatırımları önemli bir dalgalanma göstermemiş ve yıllık ortalama yatırım sayısı 3100, yatırım tutarı da 22 milyar USD dolayında gerçekleşmiştir.

[45] Çiller, **a.g.e.**, s. 121.

Risk sermayesi yatırımlarının ABD'deki gelişimi ve yıllık 105 milyar USD gibi değerlere ulaşması üzerinde çeşitli unsurlar etkili olmuştur. Bu unsurlar şu şekilde özetlenebilir[46].

-1946 yılında Boston'da kurulan AR&D, ilk kamu risk sermayesi şirketi olarak risk sermayesi yatırımları için kurumsal bir örnek teşkil etmiştir.

-Küçük İşletmeler İdaresi(Small Business Administration, SBA), KOBİ'lere uzun vadeli fonlarla finansman hizmeti sağlamak üzere 1953 yılında kurulmuştur.

-1971 yılında gelişmekte olan şirketlere yönelik bir borsa olan NASDAQ kurulmuş; bu sayede KOBİ'lerin finansman ihtiyacına yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak işleyişi daha düzenli bir hale getirilmiştir. Sermaye sahibi yatırımcılar, bu piyasadan hisse senedi alım-satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve gerçekçi bilgi edinme imkanına sahip olurlarken; risk sermayesi ile büyüyen şirketler de burada rahatça kayıt imkanı bulmakta ve hisse satımı gerçekleştirmektedirler.

-1978'den sonra çıkarılan yasalarla risk sermayesi yatırımlarından kaynaklanan gelirlere uygulanan gelir vergisi muafiyetleri arttırılmış ve emeklilik fonlarının önemli bir bölümünün risk sermayesi fonlarına aktarılması teşvik edilmiştir.

-Risk sermayesi şirketlerinin 1973 yılında Ulusal Risk Sermayesi Birliğini(National Venture Capital Association, NVCA) kurmaları da risk sermayesi sektörünün gelişimine, dolayısıyla da yatırımların artışına yönelik önemli bir gelişme olarak nitelendirilebilir.

3.1.1. Fon Kaynakları

1978 yılına kadar ABD risk sermayesi fonlarının en önemli kaynağı SBA iken; bu durum, 1978 yılında sermaye kazanç vergisi oranının %49'dan %20'ye düşürülmesi ve ABD emekli sandıklarının risk sermayesi sektörüne yatırım yapmalarına izin verilmesiyle değişmiştir[47]. 2002-2006 yılları arasında risk sermayesi yatırımlarına aktarılan tutarın 22 milyar USD seviyelerinde olduğu ABD'de, 2001 yılı verilerine göre bu yatırımların fon kaynaklarının dağılımı; %41

[46] Kuğu, a.g.m., ss. 141-153.

[47] Murat Çizakça, "Risk Sermayesinin Batı'daki Başarıları ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Potansiyeli", **Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama (Sempozyum Tebliğleri),** İstanbul, 2000. s. 124.

emeklilik fonları, %15 bireysel tasarruflar ve aile tasarrufları, %10 dernek ve vakıflar, %9 bankalar, %6 özel şirketler, %6 sigorta şirketleri, %4 yabancı sermaye, %3 aracı kurumlar ve % 6 diğerleri, şeklinde gerçekleşmiştir[48]. Risk sermayesi fon kaynakları içerisinde emeklilik fonları büyük bir orana sahipken, buna paralel olarak Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütünün (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) 1999-2002 verilerine göre, ABD aynı zamanda Avustralya'dan sonra dünyada emeklilik fonlarının tüm risk sermayesi fonları içerisindeki payının en yüksek olduğu ikinci ülke konumundadır[49].

3.1.2. Yatırım Türleri

ABD'de yapılan risk sermayesi yatırımlarının çok büyük oranda ileri aşama finansmanlarından oluştuğu Tablo 3.3'de görülmektedir. Yani ABD'deki risk sermayesi yatırımcıları, kurulmuş ve ürününü üretmekte ya da hizmetini sunmakta olan işletmeleri yatırım tercihlerinde daha fazla kullanmaktadırlar.

Tablo 3.3. ABD'de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Türleri

	Çekirdek-Başlangıç		Erken-Geçit		İleri Aşama		Geç Aşama	
	Tutar (milyarUSD)	Pay (%)	Tutar (milyarUSD)	Pay (%)	Tutar (milyarUSD)	Pay (%)	Tutar (milyarUSD)	Pay (%)
1997	1,32	8,8	3,58	24,0	7,71	51,8	2,27	15,2
1998	1,76	8,3	5,54	26,3	10,54	50,0	3,22	15,2
1999	3,25	5,9	11,90	21,9	30,17	55,6	8,86	16,3
2000	3,11	2,9	25,68	24,4	59,86	57,0	16,31	15,5
2001	0,72	1,7	8,70	21,3	23,08	56,7	8,17	20,0
2002	0,29	1,3	3,90	17,8	12,38	56,7	5,24	24,0
2003	0,33	1,6	3,53	17,9	10,05	51,1	5,74	29,2
2004	0,39	1,7	4,02	18,1	9,25	41,8	8,44	38,1
2005	0,79	3,4	3,68	16,1	8,62	37,9	9,65	42,4
2006	1,15	4,5	3,82	14,9	11,20	43,9	9,31	36,5

Kaynak: PricewaterhouseCoopers, "Total U.S. Investments by Year Q1 1995-Q4 2006", s.2.

[48] Rob Hatch ve Fred Wainwright, "Note on Private Equity Asset Allocation", *Case Studies,* 2003, http://mba.tuck.dartmouth.edu/ pecenter/research/pdfs/asset_allocation.pdf (12 Ocak 2006), s.14.
[49] OECD, "Venture Capital: Trends and Policy Recommendations", *Publications&Documents,* http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf (12 Ocak 2006), s.13.

3.1.3. Yatırım Yapılan Sektörler

Bilindiği üzere ABD, teknoloji üretimi ve teknolojik gelişme konusunda dünyada önemli bir konuma sahiptir. Bu bakımdan ABD risk sermayesi sektörünün gelişmişliği, risk sermayesinin teknoloji üretimiyle iç içe olan yapısıyla paralellik göstermektedir. Benzer şekilde ABD'nin yüksek gelişmişlik düzeyi, entellektüel sermayesinin büyüklüğü, girişimcilik kültürünün gelişmişliği, çok uluslu büyük şirketlerinin fazlalığı ve bu şirketlerin AR-GE harcamalarını finanse etme kapasiteleri de ABD'deki teknoloji üretimini ve dolayısıyla da risk sermayesi sektörünü olumlu olarak etkileyen faktörler olarak sayılabilirler. Ayrıca ABD'nin yüksek endüstriyel esnekliği (hızla yeni şirket oluşturabilme ve bu şirketlerin yeni teknolojiler kullanarak büyük şirketler haline gelmesi becerisi) sayesinde sürekli yeni şirketlerin rekabete girebilmesini sağlayan yapısı da risk sermayesi sektörününün gelişmişliği üzerinde etkili olmaktadır[50].

Teknoloji üreten bir ülke olması doğrultusunda ABD, 1998-2001 yılları arasında %40'la dünyada İsrail'den sonra risk sermayesi yatırımları içerisinde yüksek teknoloji temelli* sağlık-biyoteknoloji, haberleşme ve bilişim sektörlerinin payı en fazla olan ikinci ülke konumundadır[51]. ABD'de 2002-2006 yılları arasında yapılan risk sermayesi yatırımlarının sektörel dağılımı Tablo 3.4'de görülmektedir. ABD risk sermayesi yatırımları çok çeşitli sektörlere yayılmakla birlikte, yazılım sektörüne yapılan yatırımların toplam risk sermayesi yatırımları içerisinde en yüksek paya sahip olduğu görülmektedir. Ayrıca 2006 yılında yapılan risk sermayesi yatırımlarının %70,3 gibi büyük bir kısmı, Tablo 3.4'de belirtilen onaltı sektörden altısı olan yazılım, biyoteknoloji, yarı iletkenler, haberleşme, tıbbi cihazlar ve medya-eğlence sektörlerine yapılmıştır.

---

[50] Beytullah Yılmaz, "KOBİ'lerin Finansman Sorunlarına Bir Çözüm Önerisi: Risk Sermayesi Finansman Modeli", ***Dış Ticaret Dergisi***, 2004, Sayı 33, http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/Ekimdergi2004/Beytullah.htm (18 Ekim 2006), ss.57-98.

[51] OECD, s. 9.

* OECD, EVCA ve NVCA'nın verilerinde sağlık-biyoteknoloji, haberleşme ve bilişim sektörleri yüksek teknoloji sektörleri olarak nitelendirilmektedir.

Tablo 3.4. ABD'de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

	2002		2003		2004		2005		2006	
	Yatırım Sayısı	Pay (%)	Yatırım Sayısı	Pay (%)	Yatırım Sayısı	Pay (%)	Yatırım Sayısı	Pay (%)	Yatırım Sayısı	Pay (%)
Biyoteknoloji	302	9,7	326	11,2	362	11,9	376	12,1	423	12,3
İş Ürünleri ve Hizmetleri	107	3,4	101	3,4	81	2,6	89	2,8	116	3,3
Bilgisayar	53	1,7	54	1,8	66	2,1	61	1,9	64	1,8
Tüketici Hizmetleri	69	2,2	47	1,6	61	2,0	70	2,2	90	2,6
Elektronik ve Ölçüm Cihazları	59	1,9	51	1,7	60	1,9	85	2,7	89	2,6
Finansal Hizmetler	76	2,4	62	2,1	70	2,3	62	2,0	74	2,1
Sağlık Bakım	68	2,2	69	2,3	66	2,1	69	2,2	58	1,6
IT Hizmetleri	160	5,1	140	4,8	128	4,2	132	4,2	152	4,4
Endüstriyel Enerji	119	3,8	129	4,4	138	4,5	136	4,3	183	5,3
Medya ve Eğlence	160	5,1	139	4,8	128	4,2	180	5,8	299	8,7
Tıbbi Cihazlar	227	7,3	238	8,2	245	8,0	271	8,7	308	9,0
Bilgisayar Ağı ve Donanım	223	7,2	183	6,3	187	6,1	169	5,4	134	3,9
Perakendecilik ve Dağıtım	48	1,5	32	1,1	40	1,3	42	1,3	39	1,1
Yarı İletkenler	163	5,2	207	7,1	260	8,5	220	7,0	219	6,4
Yazılım	962	31,2	889	30,7	904	29,8	869	31,2	865	25,3
Haberleşme	283	9,1	227	7,8	232	7,6	263	8,4	294	8,6
Diğer	4	0,1	1	0,03	3	0,09	6	0,1	9	0,2

Kaynak: PricewaterhouseCoopers, "Total U.S. Investments by Year Q1 1995-Q4 2006", s.3.

3.1.4. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış Türleri

ABD'de risk sermayesi yatırımlarının likitidasyonu, çoğunlukla iki temel risk sermayesi çıkış stratejisi olan halka arz ve başka şirketlere satış şeklinde gerçekleşmektedir. Nitekim konuyla ilgili kaynaklardaki değerlendirmelerde ve istatistiksel sınıflandırmalarda, yalnızca bu iki seçeneğin göz önünde bulundurulduğu görülmektedir.

ABD'deki risk sermayesi yatırımlarının çoğunlukla başka şirketlere satış ile sonuçlandığı Tablo 3.5'de görülmektedir. Tablo 3.5'deki verilere göre, 2001-2006 yılları arasındaki risk sermayesi yatırım çıkışlarının yıllık ortalama %87,3'ü başka şirketlere satış şeklinde gerçekleşmiştir. Benzer şekilde ABD'deki Dartmouth Üniversitesi bünyesindeki Risk Sermayesi ve Girişimcilik Merkezi(The Center for

Private Equity and Entrepreneurship)'nin risk sermayesi şirketleri üzerinde yaptığı bir anket çalışmasında da 114 şirketin %80'inden fazlası, risk sermayesi yatırımlarından çıkış için başka şirketlere satış yöntemini hedeflediklerini belirtmişlerdir[52].

Tablo 3.5. ABD'de Gerçekleşen Risk Sermayesi Çıkış Türleri

	Halka Arz			Başka Şirketlere Satış			
	Toplam Halka Arz Sayısı	Toplam Arz Tutarı (milyarUSD)	Toplam Çıkış Sayısı İçindeki Payı (%)	Toplam Satış Sayısı	Tutarı Açıklanmış Satış Sayısı	Toplam Açıklanmış Satış Tutarı (milyar USD)	Toplam Çıkış Sayısı İçindeki Payı (%)
2001	41	3,48	10,4	353	165	16,79	89,6
2002	22	2,10	6,4	318	152	7,91	93,6
2003	29	2,02	9,0	291	123	7,72	91,0
2004	93	11,01	21,5	339	186	15,44	78,5
2005	56	4,46	13,8	347	168	16,09	86,2
2006	58	5,32	14,7	335	146	16,61	85,3

Kaynak: NVCA, "Mergers and Acquisitions Continue to Dominate Exit Scene for Full Year 2006", *Venture Capital Statistics,* 2007, http://www.nvca.org/pdf/Q406exitpoll_final.pdf (13 Ocak 2007), ss. 1-2.

3.1.5. Risk Sermayesi Yatırımlarının ABD'nin Ekonomik ve Sosyal Hayatı Üzerindeki Etkisi

ABD'nin risk sermayesi finansman modelinin dünyadaki en önemli uygulayıcısı oluşu konumu doğrultusunda, risk sermayesi yatırımları ABD ekonomisine çeşitli yönlerden önemli katkılarda bulunmaktadır. ABD, modeli başarıyla uygulayarak modelin yatırım hacmini genişletme ve teknolojik yenilikleri destekleyerek rekabet gücü yüksek iktisadi ürünler yaratma özelliklerinin yarattığı olumlu sosyal ve ekonomik etkilerden faydalanmaktadır. Risk sermayesi, ABD'nin sosyal ve ekonomik hayatına şu üç temel katkıyı sağlamaktadır[53]:

-Yenilikçi şirketler ve yeni endüstriler geliştirme ve yaratma.

-Yeni teknolojilerin, yöntemlerin, ürünlerin ve hizmetlerin üretimini hızlandırarak hayat standartlarını yükseltme.

[52] Tuck School of Business at Dartmouth, "Entrepreneurial Exit Strategies Program Results of Survey of Private Equity Funds" , *Research Projects,* 2005, http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/pdfs/exits_survey.pdf (13 Ocak 2007), s. 5.
[53] "Fact Sheet", *Media Center,* http://www.nvca.org/factsheet.html (13 Ocak 2007), par. 3.

-Önemli miktarlarda vergi geliri sağlama ve ulusal ihracatı olumlu yönde etkileme.

Bu üç temel katkıya paralel olarak, risk sermayesi finansıyla kurulan veya büyüyen risk sermayesi destekli şirketler, ABD işgücü piyasası için önemli düzeyde bir istihdam olanağı yaratmaktadırlar. Dünyanın en büyük araştırma ve danışmanlık şirketlerinden birisi olan Global Insight'ın ABD'deki risk sermayesiyle finanse edilmiş 26.494 şirket üzerinde yapmış olduğu bir araştırma sonucunda, risk sermayesi destekli şirketlerin ABD'nin 2000-2003 yılları arasındaki istihdam verileri üzerindeki olumlu etkisini gösteren şu bulgulara ulaşılmıştır[54]:

-Risk sermayesi destekli şirketler bu dönemde 600 bin yeni iş olanağı yaratmışlardır. Risk sermayesi destekli şirketler 2000 yılında 9,5 milyon iş gücünü istihdam ederlerken, bu sayı 2003 yılında toplam özel sektör istihdamının %9,6'sı olan 10,1 milyona yükselmiştir.

-Risk sermayesi destekli şirketlerin istihdam ettikleri iş gücü oranında %6,5 oranında bir artış gerçekleşirken; tüm özel sektör baz alındığında istihdam %2,3 oranında azalmıştır.

Risk sermayesinin ABD'nin istihdam verileri üzerindeki olumlu etkisine benzer şekilde Apple, Federal Express, Intel, Sun, Digital, Microsoft, Amgen, eBay, Cisco Systems, FedEx, Genentech vb. birçok dünyaca tanınmış büyük ABD şirketi, risk sermayesiyle kurulmuş veya faaliyeti süresince risk sermayesi finansından yararlanmıştır. Aşağıda bu şirketlerden Digital, FedEx ve Cisco örnekleri bulunmaktadır.

- Digital: AR&D risk sermayesi şirketi, fikir ve proje üreten iki mühendisin kurduğu bir girişim olan Digital Equipment Şirketini 1957'de desteklemeye karar vermiş ve şirketin %78'lik hissesini 70 bin USD karşılığında satın almıştır[55]. Şirket, 70 bin USD'lik bir hisse senedi alımıyla risk sermayesi şeklinde finanse edilmiştir. Bu firmaya yapılan yatırımın değeri 15 yıl içerisinde 5 bin kat artarak 350 milyon USD'ye yükselmiş ve Digital'in 1988'de bir başka bilgisayar devi olan Compaq ile

[54] NVCA, "Venture Impact 2004 Venture Capital Benefits to the U.S. Economy", *Recent Studies,* http://www.nvca.org/pdf/VentureImpact2004.pdf (13 Ocak 2007), ss. 3-4.
[55] Hamdi Döndüren, "İslam Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kullanılma Yöntemleri", *Makaleler*, http://www.sadabat.net/makale/islamekonomisi.htm (13 Ocak 2007), kısım II, par. 25.

birleşmesi sonucunda 50 milyar USD'lik bir piyasa değeri ortaya çıkmıştır[56]. Digital, risk sermayesi finansman modelinin en büyük başarı hikayelerinden birisi olması nedeniyle, Digital Efsanesi olarak da nitelendirilmektedir.

- FedEx[57]: Bir başlangıç aşaması finansmanıdır. Kurucusu Fred Smith'in 4 milyon USD'lik bireysel katkısı ve 8 milyon USD'lik bir başlangıç aşaması finansmanı ile kurulmuştur. Şirket, 2004 yılı itibariyle taşımacılık, danışmanlık, arşivleme, doküman ve tedarik zinciri yönetimi hizmetleri sunan 25 milyar USD'lik bir şirketler ağına sahiptir.

- Cisco[58]: Bir erken aşama finansmanı örneği olan Cisco Systems, 1984 yılında Stanford Üniversiteli bilgisayar mühendisleri tarafından kurulmuştur. Risk sermayesinin erken aşamadaki finansmanıyla başarıya ulaşan Cisco, 69 milyon USD gelir elde ettiği 1990 yılında toplam 224 milyon USD piyasa değeriyle halka arz edilmiştir. 2005 yılı itibariyle 22 milyar USD'lik bir global organizasyon konumuna gelen şirket, dünya genelinde 40 bin kişiye iş olanağı yaratmaktadır.

Görüldüğü üzere ABD, risk sermayesi finansman modelini etkin bir şekilde uygulayarak birçok başarılı dev şirket yaratmayı başarmıştır. Bütün bu şirketlerin verimli yatırımlar olarak piyasalarda faaliyette bulunması ABD ekonomisini büyütmüş, güçlendirmiş ve bu şirketlerin yarattıkları markalar ABD'nin ulusal markaları olmuşlardır. Bu şirketlerin milli gelir, dış ödemeler bilançosu, uluslararası rekabet gücü, vergi geliri ve istihdam yaratma potansiyelleri ve sosyal-toplumsal refah artışı gibi konularda ABD ekonomisine çok önemli katkılar yapmaları kaçınılmazdır. Ayrıca risk sermayesi destekli bu şirketlerin ABD'nin teknoloji üretimine olan katkılarına yönelik olarak, AR-GE çalışmaları için harcadıkları tutarların büyüklükleri de dikkat çekici önemli bir veri konumundadır. Örneğin; ABD'de en fazla AR-GE harcaması yapan ilk on şirket içerisinde yer alan risk sermayesi destekli Microsoft, Intel ve Cisco'nun 2001 yılı AR-GE harcamalarının

---

[56] Şirvan, **a.g.e.**, s. 14.
[57] NVCA, "Fedex, Genentech and Intel First Inductees to Ernst&Young Entrepreneur of the Year Hall of Fame for Venture-Backed Companies", *Venture-Backed Company Hall of Fame,* 2004, https://www.nvca.org/pdf/halloffame2004final.pdf (13 Ocak 2007), s. 2.
[58] NVCA, "Amgen and Cisco Systems Inducted to Ernst&Young Entrepreneur of the Year Hall of Fame for Venture-Backed Companies", *Venture-Backed Company Hall of Fame*, 2005, https://www.nvca.org/ pdf/EOYVC-backed%20Hall%20of%20Fame_final.pdf (13 Ocak 2007), s. 2.

toplam tutarı 12,1 milyar USD'dir[59]. Türkiye'nin 2001 yılı Ar-Ge harcamalarının toplam tutarının 1,2 milyar USD olduğu düşünüldüğünde, bu üç şirketin toplam AR-GE harcamalarının ne kadar önemli boyutlarda olduğu açıkça görülmektedir. Bu rakamlar ışığında; teknolojik yenilik içeren girişim fikirlerine yatırım yapan risk sermayesinin bu girişim fikirlerini büyük şirketlere dönüştürdüğü, bu şirketlerin de devamında yine ABD'nin teknoloji üretimine önemli katkılarda bulundukları söylenebilir.

3.1.6. Risk Sermayesine İlişkin Başlıca Kuruluşlar

ABD'de risk sermayesi yatırımlarının gelişimi ve KOBİ'lerin risk sermayesiyle desteklenmesine yönelik olarak ulusal, yerel ve bölgesel çapta çok sayıda kuruluş bulunmaktadır. 1980 öncesinde KOBİ'lere yönelik risk sermayesi faaliyetlerini ve fonlarını daha çok devletin yönlendirdiği ve desteklediği görülürken; 1980 sonrasında devletin rolü azalmış ve özel risk sermayesi şirketleri bu alanda çok daha aktif bir konuma gelmişlerdir. 2000'li yıllarda KOBİ'lerin risk sermayesi ile finansmanına yönelik olarak ulusal çapta faaliyet gösteren en önemli kuruluşlar; SBA, Ulusal Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Birliği (National Association of Small Business Investment Companies, NASBIC) ve NVCA'dır.

3.1.6.1. Küçük İşletmeler İdaresi

SBA, KOBİ'lere uzun vadeli finansman imkanı sağlamak amacıyla 1953 yılında kurulmuş bir kamu kuruluşudur. Türkçe kaynaklarda Teşebbüsü Destekleme Ajansı adıyla da kullanılmaktadır.

SBA'nın KOBİ'lere yönelik risk sermayesi faaliyetleri, kurum bünyesinde organize edilmiş Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Companies, SBIC) ve SBIC Programı aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. 1958 yılında yürürlüğe giren "Küçük İşletme Yatırım Kanunu" ile kurulan SBIC'ler, KOBİ'lere başlangıç ve büyüme-genişleme aşamalarında risk sermayesi finansı sağlamak amacıyla kurulmuş olmalarına rağmen, günümüzde KOBİ'leri daha çok geç aşamalarda finanse etmektedirler[60]. Önceki yıllarda KOBİ'leri faizli kredi tahsisi

[59] NVCA, "Venture Impact 2004 Venture Capital Benefits to the U.S. Economy", s. 9.
[60] "Frequently Asked Questions", *Investment (SBIC),* http://www.sba.gov/INV/faq.html (15 Ocak 2007).

şeklinde finanse eden SBIC'ler, bu uygulamanın başarılı sonuçlar vermemesi üzerine KOBİ'leri risk sermayesi şeklinde de finanse etmeye başlamışlardır[61]. SBIC'ler 2000'li yıllar itibariyle KOBİ'lere kredi şeklinde kaynak sağlayabildikleri gibi, risk sermayesi olarak da kaynak sağlayabilmektedirler.

SBA, KOBİ'lere doğrudan yatırım yapmamakta, KOBİ'lere kredi ve risk sermayesi yoluyla yatırım yaparak kaynak sağlayan SBIC'leri ve faaliyetlerini düzenleyici bir konumda bulunmaktadır. SBA bünyesindeki SBIC'lerin KOBİ'lere yönelik olarak gerçekleştirdikleri risk sermayesi yatırımları genel hatlarıyla şu şekilde işlemektedir[62]:

1-SBIC'ler SBA tarafından tescil edilirler. SBA'nın izni doğrultusunda kurulan SBIC'ler, SBA'nın düzenlemeleri çerçevesinde faaliyetlerini sürdürürler. SBIC'ler en az 5 milyon USD'lik başlangıç sermayesi ile kurulurlar.

2-Finansal açıdan iyi durumda bulunan SBIC'ler, özel sermayelerinin %300'ü kadar devlet yardımı alabilirler. Ayrıca yatırım için kullanılabilecek toplam fonlarının en az %50'sini yatırım amaçlı veya risk sermayesi olarak kullanmış olmak şartıyla, özel sermayelerinin %400'ü kadar ek devlet yardımı alabilirler. SBIC'ler bu yardımlardan, SBA tarafından garanti edilmiş tahvillerini yatırımcılara satarak yararlanırlar.

3-KOBİ'ler, SBIC'ler tarafından hisse senedi alımı yolu ile finanse edilmektedirler. SBIC'ler, özel sermayeleri ve ek olarak SBA garantili tahvillerinin satışıyla elde ettikleri fonlar ile KOBİ'lerin hisse senetlerini alarak KOBİ'leri risk sermayesi şeklinde finanse etmektedirler.

SBA, federal hükümetten bağımsız bir kuruluş olarak 2000'li yıllarda da KOBİ'lerin finansmanına ve KOBİ'lerle ilgili faaliyetlerin düzenlenmesine yönelik çalışmalarını sürdürmektedir. Ancak SBA'nın ABD risk sermayesi sektörü içerisindeki öneminin yıllar geçtikçe azaldığı görülmektedir. Birçok SBIC'in çok büyük şirketler haline gelerek SBA'dan bağımsız özel risk sermayesi şirketlerine dönüşmesi, bu şirketlerin SBA yardımları olmadan da çok büyük kaynakları risk

[61] Ali Küçükçolak, "Avrupa Birliği'nde KOBİ'lere Yönelik Destekler", **I. Avrasya Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Kongresi,** Ankara, 2001, s. 180.
[62] Berna Çolpan, "Amerika Birleşik Devletleri'nde Devletin Küçük İşletmelere Yönelik Finansman Destek Sistemleri", *Bilgi Bankası*, 1999, http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/SBA.rtf (14 Ocak 2007), s. 16.

sermayesi yatırımlarında kullanabilecek güce erişmeleri, sermaye kazancına uygulanan vergi oranlarının düşürülmesi ve emeklilik fonlarının risk sermayesi sektörüne yatırım yapmalarına izin verilmesi gibi risk sermayesi şirketlerinin fon bulma olanaklarını arttıran çeşitli yasal düzenlemelerin yapılması ve risk sermayesi şirketlerinin aralarında özel birlikler kurmaları, SBA'nın ABD risk sermayesi sektörü içerisindeki önemini ve etkinliğini azaltan en önemli nedenler olarak gözükmektedir.

3.1.6.2. Ulusal Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Birliği

SBA'nın SBIC Programı'nı uygulamaya geçirmesini takiben, SBIC'leri temsil eden bir organizasyon olan NASBIC kurulmuştur. Dünyadaki en eski risk sermayesi yatırım şirketleri örgütü olan NASBIC, yaklaşık elli yıldır ABD'deki KOBİ'lerin artan sermaye ihtiyaçlarının karşılanmasına yönelik daha iyi hizmet edecek güçlü bir SBIC endüstrisinin kurulması, sürdürülmesi ve geliştirilmesi konularında hizmet eden ulusal bir SBIC birliğidir[63]. NASBIC, faaliyette bulunan SBIC'lerin büyük bir çoğunluğunu temsil etmekte ve SBIC'lerin KOBİ'lere daha başarılı bir şekilde düşük maliyetli uzun vadeli borç ve risk sermayesi şeklinde kaynak sağlamaları konusundaki yasal düzenlemelerin yapılması ve politikaların belirlenmesi çalışmalarına katılmaktadır[64]. Dolayısıyla NASBIC, SBIC'ler yararına çalışan bir temsilci konumundadır.

3.1.6.3. Ulusal Risk Sermayesi Birliği

NVCA, 1973 yılında kurulan ve 2007 yılı itibariyle 496 risk sermayesi şirketinin üye olduğu ulusal risk sermayesi birliğidir. NVCA, faaliyetlerini aşağıdaki misyonlar doğrultusunda yürütmektedir[65]:

-Yüksek büyüme hızı potansiyeli olan şirketlere yönelik yapılan risk sermayesi yatırımlarında kullanılan risk sermayesi havuzunun yönetilmesi.

-Risk sermayesinin ABD ekonomisindeki öneminin daha yaygın bir şekilde anlaşılmasına yardımcı olmak, ulusal risk sermayesi bilincini geliştirmek ve girişimci ve yenilikçi çalışmaları desteklemek.

---

[63] *Ana Sayfa*, http://www.nasbic.org/ (20 Ocak 2007).
[64] "NASBIC: America's Small Business Partners", *About NASBIC-Overview,* http://www.nasbic.org/about_overview.cfm (20 Ocak 2007).
[65] "Mission", *About NVCA,* http://www.nvca.org/aboutnvca.html (13 Ocak 2007).

-Kamu politikalarının belirlenmesi ve uygulanmasında risk sermayesi şirketlerini temsil etmek.

-Risk sermayesi şirketlerinin kaliteli mesleki çalışma standartlarının sürdürülmesini sağlamak.

-Risk sermayesi sektöründeki profesyonel gelişmelere sponsor olmak.

-Güvenilir endüstriyel bilgileri sağlamak.

-Üyeler arasındaki etkileşimi kolaylaştırmak.

NVCA, üyelik temelinde çalışan bir organizasyondur. Üyelik kriterlerini yerine getiren risk sermayesi şirketleri NVCA üyesi olmaktadır. NVCA'nın üyelik kriterleri şunlardır[66]:

1-Üyeler (NVCA, üyelerini SBIC olarak nitelendirmektedir) aktif bir şekilde risk sermayesi yatırımı faaliyetlerinde bulunmalı ve üyelerin risk sermayesi fonları minimum 5 milyon USD olmalıdır.

2-Üyelerin çalışanları içerisinde, tam zamanlı şekilde istihdam edilmiş ve uzmanlık dalı risk sermayesi yatırımları olan en az bir tane yönetici personel bulunmalıdır.

3-Üyeler, sponsorluk anlaşmaları ve yaptıkları yatırımların öncesinde ve sonrasında profesyonel yöntemler kullanmak zorundadırlar.

4-Üyelerin faaliyetleri, ABD sınırları içerisinde bulunan bir ofisten yürütülmelidir.

5-Üyelerin yöneticileri, ABD vatandaşı veya ikamet adresi ABD olan yabancı uyruklu şahıslar olmak zorundadır.

6-Üyelerin yaptıkları işler, ABD'nin vergi sistemine ve kanunlarına tabi olmalıdır.

7-Yıllık üyeliklerin yenilenmesi, üyelik komitesinin üyeleri tekrar gözden geçirip üyeliklerini onaylamasına ve üyelerin yukarıdaki kriterlere uygunluklarını sürdürmelerine bağlıdır.

NVCA, ABD risk sermayesi sektörü içerisindeki konumu itibariyle, SBA'dan bağımsız olarak faaliyetlerini sürdüren risk sermayesi şirketlerinin ulusal bir birlik şeklinde örgütlenerek bir arada hareket ettikleri önemli bir kuruluş konumundadır.

[66] "Membership Criteria&Application", *Membership&Services,* https://www.nvca.org/become.html (13 Ocak 2007).

NVCA'nın kuruluşunun, ABD genelindeki risk sermayesi bilincinin arttırılması ve ABD risk sermayesi sektörünün gelişimine yönelik önemli bir hamle olduğu söylenebilir.

3.2. AVRUPA'DA RİSK SERMAYESİ

3.2.1. Risk Sermayesi Yatırımlarının Genel Durumu

Risk sermayesinin Avrupa'daki geçmişinin 1940'lı yıllara kadar uzanmasına rağmen, modele ilişkin Avrupa genelindeki esas gelişmeler 1980'li yıllarla birlikte yaşanmaya başlanmıştır. 1980'li yıllarla birlikte KOBİ'lerin ülke ekonomilerine olan büyük katkılarının görülmesi ve ABD'deki yenilikçi gelişmelerin büyük bir kısmının KOBİ'lerde oluşması nedenleriyle Avrupa'da risk sermayesiyle ilgili bir uyanış yaşanarak, risk sermayesine verilen önem artmıştır[67]. Bu doğrultuda Avrupa ülkelerinde risk sermayesi yatırımlarının gelişimine yönelik çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bunun yanı sıra; AB'nin KOBİ'lere yönelik olarak uyguladığı risk sermayesi politikaları ve programları da AB'de ve buna paralel olarak da Avrupa'da risk sermayesi yatırımlarının önemli boyutlara taşınmasına katkıda bulunmuştur.

Tablo 3.6. Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı

Yıllar	Yatırım Tutarı (milyar €)	Yıllık Değişim (%)
1996	7	-
1997	10	42,8
1998	15	50,0
1999	25	66,6
2000	35	40,0
2001	24	-31,4
2002	28	14,2
2003	29	3,5
2004	37	27,5
2005	47	27,0

Kaynak: EVCA, "Annual European Private Equity Investments in Europe", *Annual Survey 2005*, http://www.evca.com/ images/attachments/tmpl_21_art_33_att_983.pdf (21 Aralık 2006).

[67] Ali Haydar Ark, "Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi", ***Active Bankacılık ve Finans Dergisi***, 2002, Sayı 23, http://www.makalem.com/Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=508 (13 Ocak 2007), s. 5.

Avrupa'da yapılan risk sermayesi yatırım tutarlarının 1996-2005 yılları arasındaki seyri Tablo 3.6'da görülmektedir. Avrupa'da bir yıl içerisinde yapılan toplam risk sermayesi yatırım tutarı, 2005 yılında rekor seviyesi olan 47 milyar €'ya ulaşmıştır. Avrupa'da 1996 yılında 7 milyar € olan toplam risk sermayesi yatırım tutarı, yaklaşık yedi kat artarak 2005 yılında 47 milyar €'ya ulaşmıştır. 1996-2005 yılları arasında yalnızca 2001 yılında düşüş yaşayan risk sermayesi yatırımları, diğer tüm yıllarda ise bir önceki yıla göre artış göstermiştir.

Ülkeler bazında incelendiğinde ise; İngiltere, Fransa ve Almanya'nın, ekonomik güçleri ve GSMH'lerinin büyüklüklerine paralel olarak, 2005 yılında en fazla risk sermayesi yatırımı yapılan Avrupa ülkeleri ve AB üyeleri oldukları görülmektedir. Geçmiş yıllardaki istatistiksel veriler incelendiğinde de bu ülkelerin sürekli olarak Avrupa'da yapılan toplam risk sermayesi yatırım tutarlarının yarısından fazlasını gerçekleştirdikleri görülmektedir. Bazı Avrupa ülkelerinin 2005 yılı risk sermayesi yatırımlarına ilişkin veriler Tablo 3.7'de görülmektedir.

Tablo 3.7. Bazı Avrupa Ükelerinin Risk Sermayesi Yatırımları (2005)

	Yatırım Miktarı (milyar €)	%GSYİH
İngiltere	11,86	0,662
Fransa	7,74	0,453
Almanya	5,53	0,247
İspanya	4,30	0,475
Hollanda	3,03	0,600
İtalya	2,87	0,203
Danimarka	2,55	1,224
İsveç	2,47	0,861

Kaynak: EVCA, "2005 Investment as a Percentage of GDP", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_33_att_986.pdf (21 Aralık 2006).
Selin Dilekli ve Tarık Eraslan, "AB Üyesi Ülkelerde ve Aday Ülkelerde Ekonomik Gelişmeler", *AB Ekonomik Gelişmeler*, 2007, http://www.dpt.gov.tr/abigm/abmeg/2007ekonomikgelisme.pdf (19 Şubat 2007), s. 6.

Tablo 3.7'nin dikkat çeken noktaları; 2005 yılında Danimarka ve İsveç'in "*risk sermayesi yatırımları / GSYİH*" oranı en yüksek olan iki Avrupa ülkesi konumunda olmaları ve ekonomik açıdan çok gelişmiş ve GSYİH rakamları açısından da dünyada üst sıralarda yer alan Almanya ve İtalya gibi ülkelerde ise, bu oranın diğer ülkelere göre çok düşük seviyede kalmış olmasıdır.

3.2.1.1. Fon Kaynakları

Son beş yıla ait veriler incelendiğinde, bankalar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve finansal riskten korunma fonlarının (hedge funds) Avrupa risk sermayesi yatırımlarının yaklaşık olarak %70'ine kaynak oluşturduğu görülmektedir. 2005 yılında Avrupa'da gerçekleşen 47 milyar €'luk risk sermayesi yatırımının fon kaynaklarına göre oransal dağılımı Tablo 3.8'de görülmektedir.

Tablo 3.8. Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Fon Kaynakları (2005)

Kaynak	Pay (%)
Emeklilik Fonları	24,8
Bankalar	17,6
Finansal Riskten Korunma Fonları	13,1
Sigorta Şirketleri	11,1
Devlet Kurumları	9,9
Bireysel Tasarruflar	6,0
Kurumsal Yatırımcılar	5,1
Akademik Kuruluşlar	2,5
Sermaye Piyasaları	1,3
Diğer	8,6

Kaynak: EVCA, "Private Equity Funds Raised by Type of Investor in 2005", *Annual Survey 2005*, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_32_att_981.pdf (21 Aralık 2006).

3.2.1.2. Yatırım Türleri

Avrupa'da yapılan risk sermayesi yatırımları genellikle geç aşama yatırımlarından oluşmaktadır. Geç aşama yatırımları, toplam risk sermayesi yatırımlarının %70'inden fazlasını oluşturmaktadır. Geç aşama yatırımları da çoğunlukla satın alma destek finansmanı şeklinde gerçekleşmektedir. Bu durum, Avrupa risk sermayesi fonlarının genellikle riski düşük kısa süreli yatırımların finansmanında kullanıldığını ve kuruluş aşamasındaki KOBİ'lerden çok, mevcut başarılı şirketlere yöneldiğini göstermektedir. Avrupa'da 2004 ve 2005 yıllarında yapılan risk sermayesi yatırımlarının yatırım aşamalarına göre dağılımı Tablo 3.9'da görülmektedir.

Tablo 3.9. Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Türleri

	Erken Aşama		İleri Aşama		Geç Aşama	
	Tutar (milyar €)	Pay (%)	Tutar (milyar €)	Pay (%)	Tutar (milyar €)	Pay (%)
2004	2,37	6,4	7,92	21,4	26,71	72,2
2005	2,44	5,2	10,24	21,8	34,32	73,0

Kaynak: EVCA, "Stage Distribution of Investment by Amount Invested in 2004", *Annual Survey 2004*, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_30_att_809.pdf (21 Aralık 2006).
EVCA, "Stage Distribution of Investments by Amount Invested in 2005", *Annual Survey 2005*, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_33_att_984.pdf (21 Aralık 2006).

3.2.1.3. Yatırım Yapılan Sektörler

Avrupa Risk Sermayesi Birliğinin (European Private Equity&Venture Capital Association, EVCA) Tablo 3.10'da gösterilen 2004-2005 verilerine göre, tüketici hizmetleri Avrupa'da en fazla risk sermayesi yatırımı yapılan sektör konumundadır. Avrupa'da yapılan risk sermayesi yatırımlarının sektörel dağılımı incelendiğinde, yüksek teknoloji içeren sektörlere yapılan yatırımların tüm risk sermayesi yatırımları içerisindeki payının ABD'ye kıyasla Avrupa'da daha düşük bir seviyede kalmış olması, en dikkat çekici nokta olarak göze çarpmaktadır. Avrupa'da yüksek teknoloji içeren sektörlere yapılan yatırımlar %30'lar civarında iken, ABD'de bu sektörlerin payı %40 dolayındadır.

Tablo 3.10. Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

	2004		2005	
	Tutar (milyar €)	Pay (%)	Tutar (milyar €)	Pay (%)
Haberleşme	4,92	13,33	7,24	15,40
Bilgisayar	2,35	6,36	2,43	5,17
Diğer Elektronik	0,45	1,21	0,62	1,31
Biyoteknoloji	0,68	1,84	0,86	1,82
Tıbbi/Sağlık	2,80	7,58	3,49	7,42
Enerji	0,67	1,81	0,96	2,04
Tüketici Hizmetleri	8,54	23,14	12,95	27,55
Endüstriyel Ürünler ve Hizmetler	1,94	5,25	4,16	8,85
Kimyasallar ve Ham Maddeler	1,00	2,71	0,91	1,93
Endüstriyel Otomasyon	0,21	0,56	1,17	2,48
Diğer İmalat	2,62	7,10	2,88	6,12
Taşımacılık	0,89	2,41	1,01	2,14

Tablo 3.10. (Devam) Avrupa'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Sektörel Dağılımı

	2004		2005	
	Tutar (milyar €)	Pay (%)	Tutar (milyar €)	Pay (%)
Diğer İmalat	2,62	7,10	2,88	6,12
Taşımacılık	0,89	2,41	1,01	2,14
Finansal Hizmetler	1,52	4,11	1,61	3,42
Diğer Hizmetler	5,07	13,73	2,56	5,44
Tarım	0,14	0,37	0,16	0,34
İnşaat	0,81	2,19	1,44	3,06
Diğer	2,23	6,04	2,47	5,25

Kaynak: EVCA, "Sectoral Distribution of Investments in 2005", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_33_att_985.pdf (21 Aralık 2006).

3.2.1.4. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış Türleri

Avrupa'da 2001-2005 yılları arasında, 29,8 milyar €'su 2005 yılında olmak üzere, toplam 86,2 milyar €'luk risk sermayesi yatırımı likit hale getirilmiştir. Tablo 3.11, bu risk sermayesi çıkış türlerinin oransal dağılımını göstermektedir.

Tablo 3.11. Avrupa'da Gerçekleşen Risk Sermayesi Çıkış Türleri

	2001(%)	2002(%)	2003(%)	2004(%)	2005(%)
Finansal Olmayan Kurumlara Satış	33,9	30,9	20,4	23,7	22,6
Halka Arz	11,1	11,9	11,8	11,8	8,9
Şirket Değerinin Sıfırlanması	22,8	30,0	11,6	9,7	4,7
Başka Risk Sermayesi Şirketine Satış	3,8	3,9	20,2	13,1	18,4
Finanse Edilen Girişimcilere Geri Satış	14,5	8,4	15,9	21,3	23,4
Finansal Kurumlara Satış	4,3	3,9	6,0	2,9	4,1
Diğer	9,5	11,0	14,1	17,5	18,0
Toplam (milyar €)	12,5	10,7	13,6	19,6	29,8

Kaynak: EVCA, "European Divestment at Cost", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_34_att_987.pdf (21 Aralık 2006).
EVCA, "Divestments in Europe", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_34_att_988.pdf (21 Aralık 2006).

Avrupa'da da ABD'de olduğu gibi, risk sermayesi yatırımları çoğunlukla başka şirketlere satışla sonuçlanmaktadır. Ancak Avrupa'da yapılan risk sermayesi yatırımlarının önemli bir kısmının başarısızlıkla sonuçlanması, Avrupa'da gerçekleşen risk sermayesi çıkış türleri konusundaki en dikkat çekici husus olarak göze çarpmaktadır. Gerçekleşme oranında önemli azalışlar olmasına rağmen,

Avrupa'da yapılan risk sermayesi yatırımlarının azımsanamayacak bir kısmı, şirket değerinin sıfırlanması ile sonuçlanmaktadır.

3.2.1.5. Risk Sermayesi Yatırımlarının Avrupa'nın Ekonomik ve Sosyal Hayatı Üzerindeki Etkisi

Risk sermayesi yatırımları, yapısı gereği istihdam ve önemli boyutlarda vergi geliri yaratma, rekabetçi şirketleri piyasa ekonomisine kazandırma, teknolojik gelişme sağlayarak yaşam standartlarını yükseltme, uluslararası piyasalarda pazarlanabilir teknoloji yoğun ürünlerin üretimini destekleme, ulusal ihracatı olumlu yönde etkileme vb. fonksiyonları ile Avrupa'nın sosyal ve ekonomik yapısına önemli katkılarda bulunmaktadır. Örneğin Avrupa risk sermayesi sektörüne ilişkin 2000-2004 yılları arasındaki istihdam verilerine göre[68];

-Bu dönemde risk sermayesiyle desteklenen şirketler 1 milyon 50 bin yeni iş imkanı yaratmışlardır.

-Bu dönemde AB'nin istihdam artış hızı %0,7 iken, bu rakam risk sermayesi destekli şirketlerde %5,4 olarak gerçekleşmiştir.

-2004 yılı sonu itibariyle risk sermayesi destekli şirketlerde istihdam edilen toplam kişi sayısı 6 milyona yaklaşmıştır.

Bu bilgilere paralel olarak, EVCA'nın yapmış olduğu bir araştırmada da risk sermayesi destekli şirketlerin %89,7'si, risk sermayesi yatırımlarından sonra şirketlerinde istihdam edilen kişi sayısının arttığını belirtmişlerdir[69]. KOBİ'lerin tüm işletmeler içerisindeki yeri göz önünde bulundurulduğunda (bkz. Tablo 1.1, s.9); KOBİ'lerin risk sermayesi ile desteklenerek istihdam kapasitelerinin arttırılmasının, Avrupa'daki işsizliğin azalmasına ve bu doğrultuda da toplumsal refah seviyesinin yükselmesine yönelik önemli katkılar yaptığı ve yapacağı söylenilebilir.

Bu katkıların yanı sıra, kurumsal kaynak planlaması konusunda yazılımlar sunan ve sektörünün önde gelen şirketlerinden birisi olan Baan, ses ve görüntü teknolojileri

[68] EVCA, "Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe", *Research Reports*, 2005, http://www.cefs.de/EC_EVCA/files/EC_EVCA_study_english.pdf (21 Aralık 2006), s.6.

[69] EVCA, "Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe", *Public Affairs/Introduction*, 2002, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf (21 Aralık 2006), s. 6.

konusunda donanımlar üreten ve adı projeksiyon(barkovizyon) kelimesiyle özdeşleşerek sektörünün dünya lideri konumunda olan Barco, akıllı kart (smartcard) teknolojisi konusunda dünya devlerinden birisi olan Gemplus, yalıtkan üzeri silikon (Silicon-On-Insulator, SOI) teknolojisinin yaratıcısı ve dünya lideri SOITEC ve bunların yanında da abaXX, Business Objects, Filofax, Parker Pen, Tiscali, Salomon, Zodiac, Lernout and Houspie gibi şirketler, Avrupa'da risk sermayesi finansıyla büyüyen önemli şirketler olarak sayılabilirler. Bu şirketlerin de birçok açıdan Avrupa ekonomisine önemli katkılar yapmaları kaçınılmazdır.

3.2.2. AB'de Risk Sermayesi Uygulamaları

3.2.2.1. AB Üyesi Ülkelerin Risk Sermayesi Politikaları

AB'de risk sermayesine ilişkin önemli gelişmeler, tüm Avrupa'da olduğu gibi 1980 sonrasında yaşanmıştır. 1980 sonrasında üye ülkelerin kendi düzenlemeleri ve AB'nin ortak programlarıyla Avrupa risk sermayesi yatırımları olumlu yönde önemli bir ivme kazanmıştır. AB'nin KOBİ'lere yönelik olarak uyguladığı girişimcilik ve risk sermayesi programları dışında, AB ülkelerinin kabul ettiği ortak bir risk sermayesi mevzuatı bulunmamaktadır[70]. Bu nedenle birlik üyesi ülkeler, kendi politikaları doğrultusunda risk sermayesine yönelik çeşitli düzenlemeler ve uygulamalar yapmaktadırlar.

3.2.2.1.1.İngiltere

İngiltere yalnızca Avrupa'da değil, tüm dünya ülkeleri içerisinde de en gelişmiş risk sermayesi ülkelerinden birisidir. 2004 yılında tutar açısından ABD'nin ardından dünyada en fazla risk sermayesi yatırımı yapılan ikinci ülke konumunda olan İlgiltere, bu konumunu uzun yıllara da yaymış bir ülkedir[71].

İngiltere'de risk sermayesine yönelik ilk gelişmeler; İngiltere'deki ilk risk sermayesi şirketi olan, ancak 1980 yılına kadar faaliyette bulunmayan 3I Şirketinin(3I Corporation) 1945 yılında ve Ulusal Araştırma ve Geliştirme

---

[70] H.Aydın Okuyan ve M.M.Tuncer Çalışkan, "AB'ne Uyum Sürecinde Türkiye'de ve AB Ülkelerinde Risk Sermayesi: Risk Sermayesinin Gelişiminin Önündeki Engeller ve Çözüm Önerileri", **VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler**, İstanbul, 2003. s. 72.

[71] PricewaterhouseCoopers, "Global Private Equity Report 2005", *Other Reports & Resources / European & Global Reports*, 2005, http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/GPE_Report_2005.pdf (22 Aralık 2006), s. 10.

Şirketinin(The National Research and Development Corporation) de KOBİ'lere teknik destek ve risk sermayesi cinsinden sermaye sağlanması amacıyla 1946 yılında kurulmasıdır[72]. Bu gelişmelerin dışında, 1980 sonrasında İngiltere'de risk sermayesine ilişkin çeşitli düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler şu şekilde özetlenebilir[73]:

-Küçük ve yeni şirketler piyasası olarak bilinen kot dışı menkul kıymetler piyasasına küçük şirketlerin girişi kolaylaştırılmıştır.

-Risk sermayesi sektörünün geliştirilmesi için devlet, sermaye kazançlarının bir kısmı için vergi muafiyeti sağlamıştır. Ayrıca risk sermayesi için fon oluşturulması ve tasarrufların bu fonlara aktarılmasının sağlanması amacıyla hükümet tarafından çeşitli düzenlemeler yapılmıştır.

-1981 yılında 5 yıldan küçük işletmelerin kote edilmemiş hisselerini alan yatırımcılara vergi indirimi sağlayan İş Başlangıç Projesi (Business Start-Up Scheme) yürürlüğe girmiştir. 1982 yılında 5 yıllık şart kaldırılmış, 1983 yılında ise programın adı İş Büyüme Projesi(Business Expansion Scheme) olarak değiştirilmiştir. 1986 yılında söz konusu yatırımlar için kişi başına yıllık 40 bin sterline kadar vergi muafiyeti getirilmiştir.

3.2.2.1.2. Fransa

Fransa, risk sermayesi yatırımları bakımından Avrupa'nın ve dünyanın önde gelen ülkelerinden birisidir. Fransa'da risk sermayesiyle ilgili gelişmeler, 1967 yılında Ulusal Geliştirme ve Araştırma Ajansının(Agence Nationale de Valorisation de la Recherche-ANVAR) KOBİ'lere destek olmak amacıyla kurulması ile başlamış ve daha sonraki yıllarda yapılan düzenlemelerle devam etmiştir[74]. Fransa'da risk sermayesi yatırımlarını teşvik etmek ve geliştirmek için yapılan düzenlemeler şunlardır[75]:

-Risk sermayesi şirketlerine %50 oranında vergi indirimi sağlanmıştır. Ayrıca bu şirketlere, 6 yıl içerisinde sermayelerinin en az %80'ini yeni girişimlere yatırma, sermayelerinin %20'sinden fazlasını bir işletmeye yatırmama ve ortak oldukları

[72] Kuğu, a.g.m., ss. 141-153.
[73] Okuyan, a.g.m., s. 12.
[74] Kuğu, a.g.m., ss.141-153.
[75] Ceylan, **Finansal Teknikler**, s. 197.

işletmelerin hisse senetlerinin %33'ünü üç yılda bir değiştirme zorunluluğu getirilmiştir.

-Hükümet, özel risk sermayesi şirketlerini vergi, ucuz kredi, hızlı amortisman gibi teşvik tedbirleriyle özendirirken, risk sermayesi şirketi gibi çalışan kamu kuruluşları ve fonlar oluşturmaktadır.

-Şirketlerin borsaya kote olmaları kolaylaştırılmıştır.

3.2.2.1.3. Almanya

Almanya, risk sermayesi gelişmelerine oldukça geç olarak iştirak etmiş bir ülkedir[76]. Öyleki Almanya'da yapılan risk sermayesi yatırımlarının toplam tutarları, çoğu zaman Almanya'nın dünyadaki ekonomik konumuna paralellik göstermemekte ve Fransa, Japonya, İtalya, İspanya ve Hollanda gibi ülkeler, risk sermayesi yatırım tutarlarında ve risk sermayesi fon büyüklüklerinde Almanya'yı geride bırakabilmektedirler. Örneğin; 1996 yılında risk sermayesi fon büyüklükleri İngiltere'de 3.7, Hollanda'da 1.4, Fransa'da 1.1 milyar ve İtalya'da 727 milyon € iken, bu tutar Almanya'da sadece 340 milyon € olarak gerçekleşmiştir[77]. Ancak bu durumun 1990'ların sonu ve 2000'li yılların başı itibariyle değiştiği ve Almanya'da risk sermayesi yatırımlarının arttığı görülmektedir.

Almanya'da risk sermayesiyle ilgili yapılan, ancak başarısızlıkla sonuçlanan ilk girişim, büyük çapta bir risk sermayesi şirketi olan Wagnis Finanzierungs-Gesellschaft(WGS)'ın 28 Alman bankasının katılımıyla 1978 yılında kurulmasıdır. Ancak bu girişim, WGS'nin kendi parasını riske atan bir risk sermayesi şirketi olmayan bir kamu iktisadi teşebbüsü(KİT) oluşu, WGS'nin yönetim kurulunda işin uzmanı olan risk sermayesi yatırım şirketi yöneticilerinin yerine bürokratların ve klasik bankacıların olması, yatırım kriterlerinin risk sermayesi ilkeleri ile ilgisinin bulunmaması ve küçük işletmeleri kredi şeklinde finanse etmesi nedenleriyle başarısızlıkla sonuçlanmıştır[78].

Bu başarısızlıktan sonra Almanya'da risk sermayesi modelinin ilkelerine daha uygun olan düzenlemeler yapılmıştır. Bu doğrultuda yüksek teknoloji içeren

---

[76] Çiller, **a.g.e.**, s. 134.
[77] EVCA, "Europe Private Equity Update", *PE Investor/Investment Benchmarks Study*, 1997, http://www.evca.com/pdf/Performance96.pdf (22 Aralık 2006), s.2.
[78] Çizakça, a.g.m., s. 127.

sektörlere yönelik olarak faaliyette bulunan küçük işletmeleri desteklemek amacıyla, risk sermayesi şirketlerince seçilmiş ve desteklenen projelerin %90'ı ve geliştirme masraflarının %75'i devlet fonlarından karşılanmış ve girişimcilerin bankalara olan borçlarının %50 ve %80 arasındaki kısmı devlet garantisi altına alınmıştır[79].

Bu düzenlemelerin dışında, Almanya'da risk sermayesi yatırımlarına yönelik olarak yürütülen faaliyetler eyaletlerden eyaletlere farklılık göstermekte ve devlet, özel bankaları risk sermayesi konusunda desteklemektedir.

3.2.2.2. AB Risk Sermayesi Programları

KOBİ'lerin gelişimi, desteklenmesi ve teşviki, AB'nin üzerinde önemle durduğu konulardan birisidir. Bu amaçla AB, KOBİ'lere yönelik çok sayıda program yürütmektedir.

AB'nin risk sermayesi programlarını AB ve Avrupa Komisyonu adına Avrupa Yatırım Fonu(European Investment Fund, EIF) yürütmektedir. EIF, bankacılık sektörünü tamamlamak ve AB'nin KOBİ'lerle ilgili hedeflerini gerçekleştirmek amacıyla faaliyette bulunmak üzere 1994 yılında kurulmuştur[80]. 2000 yılından sonra yapılan düzenlemeler ile sermayesinin %61'i Avrupa Yatırım Bankası(European Investment Bank, EIB), %30'u Avrupa Komisyonu ve %9'u da üye ülkelerdeki bazı bankalara ve finansal kuruluşlara aittir[81]. EIF, çalışmalarını Birlik üyesi ülkelerin yanı sıra, aday ülkeler için de yürütmektedir.

EIF, 2001-2005 yılları arasında uygulanması planlanan, ancak daha sonra 2006 yılı sonuna kadar uzatılan Çok Yıllı Girişim ve Girişimcilik Programı(Multiannual Programme for Enterprise and Entrepreneurship, MPEE) içerisindeki Avrupa Teknoloji Kolaylığı(European Technology Facility, ETF) programı doğrultusunda, risk sermayesine ilişkin ETF Başlangıç Desteği(ETF Start-up) ve Çekirdek Sermayesi Hareketi(Seed Capital Action) programlarını uygulamıştır. AB'nin 2007-2013 yılları arasında uygulayacağı Rekabet Edilebilirlik ve Yenilik Çerçeve

[79] Tutar ve Küçük, **a.g.e.**, s. 240.
[80] "Avrupa Yatırım Fonu", *AB Kavramlar Sözlüğü*, http://www.ikv.org.tr/sozluk2.php?ID=938 (24 Aralık 2006).
[81] EIF, "Annual Activity Report of the Audit Board to the General Shareholders' Annual Meeting for the 2005 Financial Year", *Publications*, 2006, http://www.eif.europa.eu/Attachments/pub_corporate/Annual_Activity_Report_AB_2005.pdf (2 Ocak 2007), s. 3.

Programı(Competitiveness and Innovation Framework Programme, CIP) içerisindeki Girişimcilik ve Yenilik Programı(Entrepreneurship and Innovation Programme, EIP), uygulamada bir takım farklılıklar getirse de, MPEE dahilindeki faaliyetleri de kapsamaktadır[82]. AB'de yine 2007-2013 yılları arasında EIF'nin yönetiminde uygulanacak olan diğer bir risk sermayesi programı da KOBİ'ler İçin Ortak Avrupa Kaynakları Programı(Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, JEREMIE)'dır.

3.2.2.2.1. Avrupa Teknoloji Kolaylığı İşe Başlangıç Desteği

ETF Start-up programının temel özellikleri ve işleyişi şu şekildedir[83]:

-Kuruluş aşamasındaki yenilikçi KOBİ'lere risk sermayesi finansı ile öz kaynak sağlamak amacıyla uygulanmaktadır.

-EIF, bu uygulama kapsamında, KOBİ'lere kuruluş ve erken aşamada risk sermayesi finansı sağlayan veya KOBİ'leri destekleyen başlangıç sermayesi fonlarına, işletme kuluçkalıklarına(incübatör)*, küçük ve yeni kurulmuş fonlara, bölgesel bazda faaliyet gösteren fonlara, belirli sektörlere veya teknolojilere yoğunlaşmış fonlara ve AR-GE(araştırma merkezleri, bilim parkları vb.) fonlarına yatırım yapmaktadır.

-EIF'nin yatırım yaptığı kuruluşlardaki sermaye payı %10-25 arasındadır.

-EIF, tek bir fona veya kuluçkalığa en fazla 10 milyon € yatırım yapmaktadır.

3.2.2.2.2. Çekirdek Sermayesi Hareketi

Çekirdek sermayesi şeklinde fon sağlayan risk sermayesi şirketleri ve incübatörlerin finansman kapasitesini güçlendirecek ve kalifiye personel sayısını arttıracak ek yatırım yöneticilerinin uzun dönemli olarak işe alınmalarını amaçlayan çekirdek sermayesi hareketinin işleyiş koşulları şu şekildedir[84]:

---

[82] "Competitiveness and Innovation Framework Programme (2007-2013)", *Overview,* http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/cip/index_en.htm (2 Ocak 2007).

[83] "ETF Start-Up", *EC Resources,* http://www.eif.org/venture/ecres/product.asp?prod=69 (2 Ocak 2007).

[84] EIF, "Seed Capital Action Guidelines", *Related Publications*, 2002, http://www.eif.europa.eu/Attachments/pub_operational/seed_guidelines.pdf (2 Ocak 2007), ss. 1-3 ve "Seed Capital Action", *EC Resources*, http://www.eif.org/venture/ecres/product.asp?prod=70 (2 Ocak 2007).

* Kuluçkalık (İnkübatör): Girişimcilik fikirlerinin hayata geçirilmesi hususunda şirketlerin başlangıç ve erken aşamalarda eğitim, istihdam, malzeme, danışmanlık, yazılım ve yayın temini, AR-GE, tanıtım vb. konularda desteklendiği, genellikle üniversitelerde veya kamu araştırma kuruluşlarında kurulmuş mekanlardır.

-EIF, ilgili faaliyetlerle bağlantılı yöneticilerin maliyetlerini karşılamakta ve istihdam edilen ek uzman personel için şirketlere kaynak tahsis etmektedir.

-Ek olarak alınan her uygun personel için, EIF ve şirket arasında bir yetenek ödeneği anlaşması imzalanmaktadır. Anlaşmaların maksimum büyüklüğü 100.000 €'dur.

-Tek bir kurum, EIF ile en fazla ek üç personel(bu sayı mevcut mesleki personel sayısının yarısından fazlası olamaz) için 300.000 €'luk anlaşma imzalayabilmektedir. Ancak bu anlaşmanın toplam tutarı, anlaşmanın imzalandığı tarihte EIF'nin Çekirdek Sermayesi Hareketi için tahsis ettiği toplam tutarın %5'ini aşamaz.

-Anlaşmalara konu olabilecek ek personel, risk sermayesi veya inkübatör sektörlerinde en az 2 yıl deneyim sahibi olmalı, daha önceden işten çıkarılan veya ayrılmış bir personelin yerine işe alınmamış olmalı ve personelle en az 3 yıllık bir iş sözleşmesi imzalanmış olmalıdır.

3.2.2.2.3. Girişimcilik ve Yenilik Programı

EIP, Avrupa Komisyonu tarafından 8 Mart 2007 tarihinde kabul edilen ve CIP dahilinde 2007-2013 yılları arasında uygulanması planlanan girişimcilik ve yenilik odaklı bir programdır. Programın genel özellikleri şöyledir[85]:

-Program ile, MPEE kapsamındaki uygulamalar ve LIFE-Çevre Programı'nın çevre teknolojileri ile ilgili uygulamaları birleştirilecek, yenilik, araştırma ve teknolojik gelişme çalışmaları yapılacaktır.

-Programın risk sermayesine ilişkin bölümü olan Yüksek Hızlı Büyüyen Yenilikçi KOBİ Kolaylığı Programı(High Growth and Innovative Small and Medium-Sized Enterprises Facility, GIF), yine EIF organizasyonunda gerçekleştirilecektir. Risk sermayesine yönelik olarak başlangıç ve çekirdek sermayesi yatırımlarına odaklanılması amaçlanırken, program dahilinde iş melekleri ve risk sermayesi fonlarına da yatırım yapılabilecektir.

[85] EIF, "EIF Corporate Operational Programme", *Ana Sayfa*, http://www.eif.org/attachments/pub_corporate/COP_2007-2009.pdf (2 Ocak 2007), s. 15. ve "Competitiveness and Innovation Framework Programme(2007-2013)", *Overview,* http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/cip/index_en.htm (2 Ocak 2007).

3.2.2.2.4. KOBİ'ler İçin Ortak Avrupa Kaynakları Programı

Avrupa Komisyonu, EIB ve EIF tarafından Mart 2005'te düzenlenen Bahar Konseyi(Spring Council)'nde alınan kararla temelleri atılan ve 2007-2013 yılları arasında uygulanacak olan JEREMIE, şu esaslardan oluşmaktadır[86]:

-Program, risk sermayesi sektöründeki ulusal ve bölgesel farklılıkların ve piyasalarda bu konuda başarısızlık yaratan nedenlerin belirlenmesi ve KOBİ'lerin bölgesel bazda desteklenmesini amaçlamaktadır.

-Program, birlik üyesi ülkelerin ve bölgelerin yapısal fonlarının bir bölümünün KOBİ'lerin desteklenmesi için kullanımını olanaklı kılacaktır.

-JEREMIE, CIP'nin tamamlayıcısı olarak düşünülen bir programdır. Bu amaçla KOBİ'lere, CIP çerçevesinde sunulan finansal enstrümanların dışında bölgesel ve yerel düzeyde finansal imkanlar sunulacaktır.

-Program dahilindeki fonların kullanımıyla ilgili bürokratik işlemlerin kolaylaştırılması ve programın yürütülmesi rolü EIF'ye aittir. Fonlar, EIF tarafından KOBİ'leri destekleyen yerel finansal kuruluşlara yönlendirilecektir.

[86] "JEREMIE", *European Investment Fund*, http://www.eif.europa.eu/jeremie/ (2 Ocak 2007).

BÖLÜM IV. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ

Türkiye'de yasal mevzuatlara 1992 yılında yapılan düzenlemeler ile giren risk sermayesinin Türkiye'deki kullanımı, modelin öneminin kavranması doğrultusunda yapılan düzenlemeler paralelinde yıllar geçtikçe yaygınlaşmaktadır. Ancak 2000'li yılların başı itibariyle Türkiye, dünyanın nispeten geri kalmış risk sermayesi ülkelerinden birisi konumundadır ve risk sermayesi Türkiye'de yaygın olarak kullanılan finansman türleri içerisinde bulunmamaktadır. Risk sermayesinin uzun vadeli bir finansman modeli olması ve gelişimi için sağlıklı ve istikrarlı bir ekonomik yapıya ihtiyaç duyması nedeniyle, Türkiye ekonomisinin durumu uzun yıllardır risk sermayesinin Türkiye'deki gelişmemişliği üzerindeki en önemli etken olmuştur. Ancak özellikle 2002 yılından itibaren Türkiye ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmeler, Türkiye'de risk sermayesinin ilerleyen yıllardaki gelişimi açısından daha elverişli bir yatırım ortamının oluştuğunun işaretleri olarak görülebilir.

Risk sermayesine ilişkin başlıca kuruluşlar, yasal mevzuatlar, risk sermayesi yatırımlarından çıkış mekanizmaları ve risk sermayesi fonları, Türkiye risk sermayesi sektörünün temel çerçevesini ve işleyişini belirlemektedir. Ayrıca risk sermayesinin Türkiye'deki uygulanabilirliğinin 2000'li yılların başı itibariyle hangi konumda bulunduğunun incelenmesi ve ortaya konulması, modelin Türkiye'deki gelişme potansiyelinin açıklanabilmesi açısından önem arz etmektedir.

4.1. RİSK SERMAYESİNE İLİŞKİN YASAL MEVZUAT

4.1.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği

Türkiye risk sermayesi sektörü, yasal düzenlemeler ve sermaye piyasaları açısından yatırım ortaklıkları odaklı bir yapıya sahiptir. Risk sermayesi faaliyetlerinde bulunan bu ortaklıklara ilişkin yasal düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanan SPK Tebliğleri ile yapılmaktadır. Konuyla ilgili yapılan ilk düzenlemelerde, bu ortaklıklar için "*risk sermayesi yatırım ortaklıkları(RSYO)*" ifadesi kullanılmış, ancak daha sonra yayınlanan tebliğ ile ifade "*girişim sermayesi yatırım ortaklıkları(GSYO)*"na dönüştürülmüştür. Dolayısıyla risk sermayesi, "*girişim sermayesi*" olarak ifade edilmiştir.

Risk sermayesi kavramı hukuk sitemimize, 24.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun'la değişik, 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile girmiş ve Kanun'un 22. maddesi uyarınca; risk sermayesi yatırım fonları, RSYO'lar ve risk sermayesi yönetim şirketlerinin denetlenmesi yetkisi SPK'ya verilmiştir[87]. Daha sonra bu yetki doğrultusunda, RSYO'ların kuruluşlarına, faaliyet ilke ve kurallarına, hisse senetlerini halka arzına ilişkin ilk düzenleme, SPK'nın 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VIII, No: 21 sayılı RSYO'lara İlişkin Esaslar Tebliği ile gerçekleştirilmiştir[88]. 1998 yılında konuyla ilgili çeşitli değişiklikler yapılmış ve aynı isimli bir başka tebliğ yayınlanarak eski tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır. Bu tebliğ de GSYO'lara İlişkin Esaslar Tebliği ile yürürlükten kaldırılmış ve konuya ilişkin son düzenleme yapılmıştır.

20.03.2003 tarih, 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri:6, No: 15 sayılı GSYO'lara İlişkin Esaslar Tebliği'nin ana hatları şu şekildedir[89]:

Amaç ve Kapsam: Bu Tebliğ'in amacı, GSYO'ların kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemektir.

Tanımlar: Tebliğ'de;

-*GSYO*; kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yönelten ve kanunda RSYO olarak ifade edilen ortaklıklar,

-*Girişim şirketi*; Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketler,

-*Lider sermayedar* ise; ortaklık hisse senetlerinin halka arz edilmesi sonrasındaki pay edinimleri hariç olmak üzere, ortaklıkta tek başına veya bir araya gelmek suretiyle sermayenin asgari %25'i oranında pay sahibi olan ortaklar (ayrıntılı bilgi için bkz. GSYO'lara İlişkin Esaslar Tebliği md.3,5,6), olarak tanımlanmış,

---

[87] Kürşat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara: SPK Yayınları, 2000, s. 129.
[88] Ekrem Çanakçı, **Yatırım Ortaklıkları 1996**, Ankara: SPK Yayınları, 1997, s. 8.
[89] "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği", *Tebliğler*, 2003, http://www.spk.gov.tr/teblig/files/SeriVI_No15.pdf (5 Ocak 2007), ss. 1-11.

-“*Kanun*” ifadesi ile, 28.07.1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu kastedilmiştir.

Kurucuların Nitelikleri: Ortaklıklarda;

a-Kurucular ile sermayedeki doğrudan veya dolaylı pay sahipliği %10 veya daha fazla olan gerçek veya tüzel kişilerin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması,

b-Sermayede %10 veya daha fazla paya sahip olacak kurucuların, gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan ari olarak sağlamaları,

c-Gerçek kişi ortakların;

1-Kendileri veya sınırsız sorumlu ortak oldukları kuruluşlar hakkında iflas kararı verilmemiş veya konkordato ilan edilmemiş olması,

2-07.09.2000 tarihli ve 24163 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri:V, No:46 sayılı Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 9. maddesinin 1.fıkrasının (d) bendinde belirtilen şartları taşıması, şarttır.

Kuruluş Şartları: Ortaklıklar ani usülde kurulabilecekleri gibi, faaliyet konuları farklı olan şirketler, esas sözleşmelerini Kanun ve Tebliğ hükümlerine uygun olarak değiştirerek GSYO’ya dönüşebilirler. Ortaklıklar;

a- Ani usülde kurulacak ise,

-Kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kurulması, başlangıç sermayesinin 5 milyon YTL’den az olmaması, hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması, ticaret ünvanında “GSYO” ibaresinin bulunması, esas sözleşmesinin Türk Ticaret Kanunu(TTK), Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi, ortaklıkta %10’dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin belirlenen şartları taşıması (kurucuların nitelikleri), portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması ve mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması,

b- Dönüşecek ise,

-Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurula başvurmuş olması, başlangıç veya ödenmiş sermayesinin 5 milyon YTL'den az olmaması, ticaret ünvanını "GSYO" ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurula başvuruda bulunması, esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi için Kurula başvurmuş olması, ortaklıkta %10'dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin belirlenen şartları taşıması, portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması ve mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması, şarttır.

Faaliyet Kapsamı: Ortaklıklar, girişim şirketlerine yatırım yapabilir, girişim şirketlerinin yönetimlerine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir, bu şirketlerin ihraç ettiği boçlanma senetlerini satın alabilir, portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilir, bir yıldan kısa vadeli olanlar için öz sermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar için öz sermayelerinin iki katını aşmamak kaydıyla borçlanabilirler.

Yatırım Sınırlamaları: Ortaklıklar;

a-Ortaklık sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10'dan fazlasına sahip olan ortakların, yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin ya da tüm oy haklarının %10'undan fazlasına sahip oldukları şirketlere yatırım yapamazlar,

b-Girişim sermayesi yatırımları dışında kalan ve ikincil piyasalarda işlem gören menkul kıymetlere yatırım yapabilirler, ancak bu bent kapsamında yapılan yatırımlar toplamı portföy değerinin %50'sini aşamaz, herhangi bir girişim şirketine yatırım yapılmasını takip eden onuncu yılın sonundan itibaren söz konusu şirkete yapılan yatırımların tamamı bu bent kapsamında değerlendirilir,

c-(b) bendi kapsamında tek bir şirketin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlere portföy değerinin %10'undan fazlasını yatıramazlar,

d-(b) bendi kapsamındaki tek bir şirketin sermayesi veya oy haklarının %5'inden fazlasına sahip olamazlar,

e-Döviz, faiz ve piyasa riskleri gibi risklere karşı korunmak amacıyla, esas sözleşmede ve izahnamede hüküm bulunmak ve Kurulca uygun görülmek koşuluyla, yatırım amacına uygun portföy yönetim teknikleri ile para ve sermaye piyasası araçlarını kullanabilirler, bu amaçla Kurulca belirlenecek esaslar çerçevesinde opsiyon sözleşmeleri, forward, finansal vadeli işlemler ve vadeli işlemlere dayalı opsiyon işlemlerine taraf olabilirler.

Girişim Sermayesi Yatırımı: Ortaklıkların, girişim şirketlerine yapacağı girişim sermayesi yatırımları taraflar arasında imzalanacak bir sözleşme çerçevesinde yapılır. Söz konusu sözleşmede girişim şirketinin yönetimi hususu başta olmak üzere ortaklığın ve girişim şirketinin hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi zorunludur.

Ortaklıklar, girişim şirketlerine ortak olabilir ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilirler. Ortaklıklar, diğer GSYO'ların ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilirler. Ayrıca şu sözleşmeler de girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilirler:

-Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satış opsiyonu veren sözleşmeler,

-Girişim şirketi ortaklarına veya çalışanlarına şirketlerinin hisse senetlerini alım opsiyonu veren sözleşmeler,

-Ortaklıklara girişimci şirketlerin hisse senetlerini alım opsiyonu veren opsiyon sözleşmeleri,

-Ortaklıkların sahip oldukları girişim şirketlerinin hisse senetlerinin, yatırım yapılan girişim şirketlerinin ortaklarına veya çalışanlarına satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri,

-Girişim şirketi ortaklarının veya çalışanlarının, şirketlerinin hisse senetlerini ortaklıklara satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri ve,

-Doğrudan ortaklıkların yatırım faaliyetlerine ilişkin diğer opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri.

4.1.2. Risk Sermayesine Yönelik Devlet Yardımlarına İlişkin Mevzuat

Risk sermayesi sektörüne yönelik devlet yardımlarına ilişkin yasal düzenleme, 18.02.2001 tarih, 24322 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 2001/1 No.'lu KOBİ'lerin Yatırımlarında Devlet Yardımları Hakkında Kararın Uygulanmasına İlişkin Tebliğ ile gerçekleştirilmiştir. Tebliğ doğrultusunda Hazine Müsteşarlığı tarafından oluşturulan Yatırımları Teşvik Fonu(YTF)'ndan KOBİ yatırımlarına ortaklık şirketlerine, belirlenen koşullar çerçevesinde Halkbank, Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.(TKB) ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.(TSKB) aracılığıyla devlet yardımları kullandırılmaktadır.

Tebliğ'de küçük ve orta ölçekli işletmeler ile mikro işletmelerin yatırımlarına ortak olmak suretiyle finansman desteği sağlamak ve danışmanlık hizmeti vermek üzere kurulmuş işletmeler olarak tanımlanan KOBİ yatırımlarına ortaklık şirketlerine ilişkin hükümler şu şekildedir[90]:

-KOBİ yatırımlarına ortaklık şirketlerine, bir önceki yılda KOBİ'lere iştirak edilen toplam sermaye payının %20'sini geçmemek kaydıyla, aracı bankalar kanalıyla Fon'dan kredi kullandırılabilir. Söz konusu şirketlerin bu krediden yararlanabilmeleri için;

a-Toplam sermaye katkısının ödenmiş sermayenin 3 katını geçmemesi,

b-Sermaye katkısının KOBİ'lerin sabit yatırım projeleri için yapılması ve KOBİ'lerde sermayenin en fazla %25'i kadar olması,

c-KOBİ'lere sermaye payı konulmak suretiyle oluşturulacak ortaklığın en geç 10 yıl içinde sona ereceğine dair aracı bankaya taahhütte bulunulması,

d-KOBİ ile borç alacak ilişkisine girilmemesi gerekmektedir.

-KOBİ yatırımlarına ortaklık şirketlerinin kullanabilecekleri azami kredi miktarı bir takvim yılı içerisinde 600 bin YTL'dir.

-Kullandırılabilecek kredi dört yıl vadeli olup, anapara ve faiz ödemeleri altışar aylık dönemler halinde yapılır. Bu kredinin faiz oranı %15'tir.

[90] "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Yatırımlarında Devlet Yardımları Hakkında Kararın Uygulanmasına İlişkin Tebliğ", *Bilgi Bankası*, 2001, http://www.kosgeb.gov.tr/Ekler/Dosyalar/BilgiBankasi/12/KOBITesvikTeblig.PDF (6 Ocak 2007), ss. 2-23.

4.2. RİSK SERMAYESİNE İLİŞKİN BAŞLICA KURULUŞLAR

Bu bölümde, Türkiye risk sermayesi sektörüne ilişkin önemli olan veya önümüzdeki yıllarda önemli olabileceği düşünülen başlıca kuruluşlar konumunda bulunan KOSGEB, Halkbank, Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu(TÜBİTAK), Hazine Müsteşarlığı, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı(TTGV), TSKB, Türk Risk Sermayesi Derneği (TurkVCa) ve Teknoloji Geliştirme Bölgeleri (TGB), risk sermayesi bağlamında incelenmiş ve açıklanmıştır. Bunların dışında, Devlet Planlama Teşkilatı (DPT), Türkiye Esnaf ve Sanatkarları Konfederasyonu (TESK), Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB), TKB, Türkiye İş Bankası A.Ş. (İşbank) ve Türkiye Vakıflar Bankası Türk A.Ş. (Vakıfbank), diğer önemli kuruluşlar içerisinde sayılabilirler.

4.2.1. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı

Sanayi ve Ticaret Bakanlığına bağlı bir kamu kuruluşu olan KOSGEB, küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerinin teknolojik yeniliklere süratle uyumlarını sağlamak, rekabet güçlerini yükseltmek ve ekonomiye katkılarını ve etkinliklerini artırmak amacıyla 20 Nisan 1990 tarihinde 3624 sayılı Kanunla kurulmuştur[91]. Finansman, yatırım, eğitim, danışmanlık, pazarlama, AR-GE, ihracat vb. konularda KOBİ'lere destekler veren KOSGEB, aynı zamanda Türkiye'nin ulusal KOBİ programlarının temel uygulayıcısı olan kamu kuruluşu konumundadır. KOSGEB ayrıca, AB'nin KOBİ'lerin desteklenmesine yönelik uyguladığı ve Türkiye'nin de katıldığı çeşitli programların Türkiye'deki koordinatörlüğünü de yürütmektedir.

KOSGEB, Türkiye risk sermayesi sektörünü ve yapısını risk sermayesi finansman modelinin üç temel kavramı açısından da etkilemektedir. KOBİAŞ ortağı olarak bir risk sermayesi yatırım ortaklığı hissedarı olan KOSGEB, AR-GE ve teknoloji destekleriyle teknolojik yenilik ve girişimcilik eğitimleriyle de girişimcilik yönünden risk sermayesi sektöründe etkili olmaktadır.

[91] "Kuruluş Amacı , Tanımı, İdari Yapısı, Organları", *Ana Sayfa*, http://www.kosgeb.gov.tr/KOSGEB/Default.asp (5 Ocak 2007).

KOSGEB, KOBİ'lerin finansman sorularının çözümüne yönelik olarak, finansal araçların KOBİ'lere tanıtımı, finansal bilgi ağı kurulması ve KOBİ'lerin Halkbank'dan kullanacakları kredilerin teminatlarında kullanılmak üzere Kredi Garanti Fonu A.Ş. (KGF)'ye fon sağlanması faaliyetlerinde bulunmaktadır. 2004 yılı Ekim ayında faaliyete başlayan KOBİAŞ'nin kurucu ortaklarından olan KOSGEB (ortaklık payı %12,33), bu tarihten itibaren bir risk sermayesi yatırım ortaklığı hissedarı olarak risk sermayesine yönelik önemli bir adım atmıştır.

Bu hissedarlığın yanında, KOSGEB bünyesinde kurulan teknoloji merkezleri (TEKMER), duvarsız teknoloji inkübatörleri (DTİ), iş geliştirme merkezleri (İŞGEM), ortak kullanım atölyeleri (ORTKA), ortak kullanım laboratuvarları (ORTLAB) ve ortak kullanım eğitim merkezlerinde (ORTEM), KOBİ'lerin AR-GE faaliyetlerinin desteklenmesi ve KOBİ'lere teknoloji desteği sağlanarak bu faaliyetlerin başarılı ticari yatırımlara ya da ürünlere dönüştürülmesine yönelik çalışmalar yürütülmektedir. Bu kuruluşlarca birçok KOBİ desteklenmiş ve bu şirketlerden bazıları risk sermayesi şirketlerince de finanse edilmişlerdir. KOSGEB'in bu çalışmaları, yeni teknoloji içeren fikirlerin ticari ürünlere dönüştürülmesi hususunda önemli katkılarda bulunmaktadır.

KOSGEB'in Türkiye risk sermayesi sektörüne ve yapısına yaptığı bir diğer etki, ülke genelinde yürüttüğü girişimcilik eğitimleri ve çalışmaları doğrultusunda olmaktadır. KOSGEB bünyesindeki Girişimciliği Geliştirme Enstitüsü, yerel ve bölgesel bazda girişimciliği geliştirici önerileri derlemek ve uygun model ve programlar oluşturarak bu programları gerçekleştirmek, ülke girişimciliğinin gelişmesini engelleyen idari ve yasal çerçevenin belirlenmesi amacıyla gerekli incelemeleri yaparak öneriler geliştirmek ve ilgili kuruluşlar nezdinde gerekli çözümleri üretmek, girişimci adaylarının eğitim ve danışmanlık desteğiyle bilgi ve beceri düzeylerini yükselterek başarılı olmalarına katkıda bulunmak gibi, girişimciliğin desteklenmesi ve yaygınlaştırılmasına yönelik çalışmalar yapmaktadır[92].

[92] Tahir Akgemci, **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Ankara: KOSGEB Yayınları, 2001, s. 45.

4.2.2. Türkiye Halk Bankası A.Ş.

Kuruluş süreci 1933 yılında çıkartılan 2284 sayılı Halk Bankası ve Halk Sandıkları Kanunu ile başlayan Halkbank, küçük esnaf, sanatkar ve küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerinin finanse edilmesi amacıyla 1938 yılında faaliyete başlamıştır[93]. Bir kamu bankası olan Halkbank'ın KOBİ'lere yönelik finansman destekleri, genelikle uygun koşullarla kredi kullandırma şeklinde olmaktadır. Risk sermayesi faaliyetlerine 26 Aralık 2003 tarihinde kurulan KOBİAŞ'ye kurucu ortak olarak başlayan Halkbank'ın KOBİAŞ'deki sermaye payı %31,47'dir[94]. Halkbank ayrıca, KOBİ yatırımlarına ortaklık şirketlerinin YTF'den elde ettikleri devlet yardımları kapsamındaki kredilere de aracılık etmektedir.

Halkbank, kuruluşundan beri KOBİ'lerin finansmanı konusunda Türkiye'deki en aktif kuruluşlardan birisi olmuştur. Bu nedenle Türkiye risk sermayesi sektörünün gelişimi ve sektörle ilgili yapılacak düzenlemelerde, KOBİ'ler konusunda uzmanlaşan Halkbank'ın önemli görevler alması beklenebilir[95]. Ancak 2007 başı itibariyle, Halkbank'ın risk sermayesine yönelik çalışmaları çok kısıtlı düzeydedir.

4.2.3. Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu

TÜBİTAK, ulusal öncelikler doğrultusunda bilim ve teknoloji politikaları geliştirmek, bunları gerçekleştirecek alt yapının ve araçların oluşturulmasına katkı sağlamak, araştırma ve geliştirme faaliyetlerini özendirmek, desteklemek, koordine etmek, yürütmek, bilim ve teknoloji kültürünün geliştirilmesinde öncülük yapmak amacıyla 1963 yılında kurulmuş bir kamu kuruluşudur[96]. Bu doğrultuda TÜBİTAK, ülke genelindeki bilimsel çalışmaları ve AR-GE faaliyetlerini desteklemektedir.

TÜBİTAK'ın Türkiye risk sermayesi sektörüne ve yapısına katkısı, teknolojik yenilik içeren fikirlerin somut ürünlere dönüştürülmesini desteklemek şeklinde olmaktadır. Bu bakımdan TÜBİTAK, risk sermayesi yatırımlarına konu olabilecek girişim fikirlerini desteklemektedir. Bu destekler, TÜBİTAK bünyesinde kurulan

---

[93] "Tarihçe", *Halkbank'ı Tanıyın*, http://www.halkbank.com.tr/channels/1.asp?id=932 (6 Ocak 2007).
[94] "İştirakler", *Bankamız*, http://www.halkbank.com.tr/channels/1.asp?id=637 (6 Ocak 2007).
[95] Nevzat Aypek, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, Ankara: KOSGEB Yayınları, 1998, s.116.
[96] "TÜBİTAK Tarihçesi", *Kurum Bilgileri*, http://www.tubitak.gov.tr/home.do?sid=334 (6 Ocak 2007).

Teknoloji ve Yenilik Destek Programları Başkanlığı(TEYDEB) bünyesindeki programlar aracılığı ile yürütülmektedir. Bu programlar şu şekilde özetlenebilir:

-Firma düzeyinde katma değer yaratan kuruluşların Ar-Ge çalışmalarını teşvik etmek ve bu yolla Türk sanayisinin AR-GE yeteneğinin yükseltilmesine katkıda bulunmak üzere oluşturulan Sanayi AR-GE Projeleri Destekleme Programı ile, sanayi kuruluşlarının AR-GE projelerine %60'a varan oranlarda hibe şeklinde destek sağlanmaktır[97].

-Üniversitelerden, araştırma kurumlarından ve sanayi kuruluşlarından temsilcilerin bir araya gelmesi ve tarafların somut proje önerilerini paylaşarak muhtemel işbirlikleri olanaklarının aranması için düzenlenen etkinliklerin desteklenmesi için oluşturulan Proje Pazarları Destekleme Programı ile, Bilim Kurulu tarafından belirlenen üst sınırı geçmeyecek biçimde, etkinliği düzenleyen kuruluşun talebinin uygun görülen kısmı için hibe destek sağlanmaktadır[98].

- KOBİ'lerin teknoloji ve yenilik kapasitelerinin geliştirilerek daha rekabetçi olmaları, sistematik proje yapabilmeleri, katma değeri yüksek ürün geliştirebilmeleri, kurumsal araştırma ve teknoloji geliştirme kültürüne sahip olmaları, ulusal ve uluslararası destek programlarında daha etkin yer almalarını hedefleyen KOBİ AR-GE Başlangıç Destek Programı ile, yeni bir ürün üretilmesi, mevcut bir ürünün geliştirilmesi, iyileştirilmesi, ürün kalitesi veya standardının yükseltilmesi veya maliyet düşürücü nitelikte yeni tekniklerin, yeni üretim teknolojilerinin geliştirilmesi konularında KOBİ'ler tarafından yürütülen 400.000 YTL bütçe ve 18 ay süre ile sınırlı ilk iki projenin TÜBİTAK tarafından desteklenmesi amaçlanmaktadır[99].

-Girişimcilik olgusunun teknoloji ve yenilik odaklı firmalara yönelmesini ve lisans, yüksek lisans veya doktora düzeyinde eğitimli öğrenci ve mezunların bilgi ve araştırmalarını ticari ve katma değeri yüksek ürünlere dönüştürebilmelerini teşvik etmek amacıyla uygulanan Teknoloji ve Yenilik Odaklı Girişimleri Destekleme Programı(TEKNOGİRİŞİM) ile, girişimcilerin firmalarını kurmalarının ardından, personel, malzeme, alet/teçhizat/yazılım, seyahat, danışmanlık, hizmet alımı, ofis

---

[97] **"**1501-Sanayi Ar-Ge Projeleri Destekleme Programı", *TEYDEB/Destek Programları*, http://www.tubitak.gov.tr/ home.do?sid=481&pid=478 (6 Ocak 2007).

[98] "1503 - Proje Pazarları Destekleme Programı", *TEYDEB / Destek Programları*, http://www.tubitak.gov.tr/home.do?sid=483&pid=478 (6 Ocak 2007).

[99] "1507 - KOBİ Ar-Ge Başlangıç Destek Programı", *TEYDEB / Destek Programları*, http://www.tubitak.gov.tr/home.do?sid=696&pid=478 (6 Ocak 2007).

kira gideri ve ofise ait su, elektrik, ısıtma ve iletişim giderlerinin TÜBİTAK tarafından %75 oranında, en fazla 100.000 YTL ve bir yıl süre ile desteklenmesi öngörülmektedir[100].

-Özellikle ticarileşme potansiyeli yüksek, yakın zamanda pazara çıkabilecek AR-GE projelerinin yaratılmasına odaklanan EUREKA Sanayi AR-GE Ağı Desteği programı ile, TÜBİTAK bünyesinde yürütülen Sanayi AR-GE Projeleri Destekleme Programı kapsamında, EUREKA projelerine katılan Türk firmalarının projelerine %60 oranında hibe destek sağlanmaktadır. EUREKA, Avrupa ülkeleri ile ortak yürütülen bir program oluşu, EUREKA projelerine katılan firmaların projelerinin TÜBİTAK Sanayi AR-GE Desteği kapsamında en yüksek destek oranıyla desteklenmesi ve projelerin destekleme süreleri hususunda herhangi bir kısıtlama olmaması nedenleriyle, diğer ulusal programlardan farklılık göstermektedir[101].

TÜBİTAK'ın bu desteklerle Türkiye'nin teknolojik yenilik yaratma potansiyelini olumlu olarak etkilediği söylenebilir. Bu doğrultuda TÜBİTAK'ın ilerleyen yıllarda gelişmesi amaçlanan Türkiye risk sermayesi sektörüne, Türkiye'nin teknolojik yenilik yaratma gücünü arttırarak olumlu yönde katkı sağlayabileceği belirtilebilir.

4.2.4. Hazine Müsteşarlığı

Başbakanlığa bağlı bir kurum olan Hazine Müsteşarlığı, KOBİ'lere yönelik olarak uygulanan teşvik programlarının uygulayıcısı olması nedeniyle Türkiye risk sermayesi sektörü açısından önem arz etmektedir. Teşvik programlarının uygulanışı, Müsteşarlıkça çıkarılan tebliğlerle düzenlenmektedir. Müsteşarlık ayrıca, ülke genelinde KOBİ'lerin desteklenmesi ve risk sermayesi sektörünün gelişimine yönelik çalışmaları ve çeşitli organizasyonları da desteklemektedir.

4.2.5. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı

1 Haziran 1991 tarihinde kurulan TTGV, kâr amacı gütmeden Türkiye'nin teknolojik yenilik faaliyetlerini destekleyerek, başta KOBİ'ler olmak üzere, özel sektörün "*innovasyon (para kazandıran yenilik)*" faaliyetlerine yatırım yapmayı ve

[100] "1508 - Teknoloji ve Yenilik Odaklı Girişimleri Destekleme Programı (TEKNOGİRİŞİM)", *TEYDEB/Destek Programları*, http://www.tubitak.gov.tr/home.do?sid=697&pid=478 (6 Ocak 2007).
[101] "EUREKA Sanayi Ar-Ge Ağı Desteği", *TEYDEB/Destek Programları*, http://www.tubitak.gov.tr/home.do?sid=482&pid=478 (6 Ocak 2007).

bu yatırımları ülke genelinde teşvik ederek yaygınlaştırmayı amaçlayan bağımsız bir kuruluştur. Altısını özel sektör, diğerlerini Hazine Müsteşarlığı, KOSGEB ve TÜBİTAK temsilcilerinin oluşturduğu dokuz kişilik bir yönetim kurulu ile yönetilmektedir[102]. Finansal kaynaklarını Hazine Müsteşarlığı, Dış Ticaret Müsteşarlığı, Dünya Bankası Grubu (World Bank Group) ve kendi kaynaklarından elde eden TTGV, bu kaynaklarla AR-GE proje destekleri ve teknolojik girişimcilik destekleri gibi uygulamaları yürütmektedir.

TTGV, teknolojik yenilik yaratarak risk sermayesi yatırımlarına altyapı oluşturabilecek ve risk sermayesi sektörünü olumlu yönde etkileyebilecek AR-GE proje destekleri kapsamındaki Teknoloji Geliştirme Projeleri Desteği, Ticarileştirme Projeleri Desteği ve Ortak Teknoloji Geliştirme Projeleri Desteği adı altındaki destekleri, KOBİ'ler odaklı olarak yürütmektedir. Bu destekler ile Türkiye'deki işletmelerin yeni teknoloji içeren yatırım fikirlerinin ticari ürün yaratacak şekilde hayata geçirilmesine çalışılmaktadır.

AR-GE destekleri yanında, TTGV bünyesinde oluşturulan Teknoloji Yatırım A.Ş. tarafından teknolojik girişimcilik destekleri kapsamında uygulanan Ön Kuluçka Destekleri, Risk Paylaşımı Destekleri ve Başlangıç Sermayesi Destekleri programları ile teknolojik yenilik içeren yatırım fikirlerine finansal destek sağlanmaktadır. İlk iki program dahilinde geri ödemeli olarak destek verilirken; Başlangıç Sermayesi Desteği risk sermayesi olarak verilmektedir. Yaratıcı, benzersiz ve ileri teknolojiye dayanan fikirlere ve vizyon sahibi yetenekli girişimcilere yatırım yapmak amacıyla uygulanan Başlangıç Sermayesi Desteği Programının değerlendirme ve destekleme esasları şu şekildedir[103]:

-Yatırım süreci risk sermayesi finansman modeli süreciyle aynı olan Başlangıç Sermayesi Desteği, fikir sahiplerinin anlamlı ve inandırıcı iş planlarının hayata geçirilmesi için verilen ve en fazla 400 bin USD tutarına kadar sağlanan sermaye

---

[102] TTGV, "Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı ve AR-GE Destekleri", *Etkinlikler*, http://www.mam.gov.tr / etkinlikler / tideb / TTGV – GENEL – TANITIM _ TUBITAK -MAMv1.ppt (7 Ocak 2007), s. 4.

[103] TTGV, "Başlangıç Sermayesi Desteği Uygulama Esasları", *Teknolojik Girişimcilik Destekleri*, http://www.ttgv.org.tr/ UserFiles/ File/ pdfFiles/ Baslangic%20Sermayesi_ Uygulama%20Esaslari.pdf (7 Ocak 2007), ss. 1-3.

desteğidir. Her iş planı kendi içinde değerlendirilirken, tüm yatırımlarda aranan yatırım uygunluk kriterleri şu şekildedir:

1-Yetkin Yönetim Ekipleri: Teknolojileri ve piyasaları konusunda derin alan bilgisi ile girişimcilik vizyonu ve tutkusu olan kişilerdir.

2-Geniş Piyasa Potansiyeli: Yüksek büyüme oranlı ve kayda değer boyuta sahip, dinamik piyasalara hitap eden ürünlerdir.

3-Korunabilir Pozisyon: Tescilli ve/veya lider konumdaki teknolojilerdir.

4-Çıkış Stratejisi: TTGV'nin yatırımının geri dönüşünü sağlayacak uygulanabilir stratejilerdir. Şirket birleşmesi veya başarılı bir halka sermaye arzı için belirgin bir yol belirlenmiş olmalıdır.

5-Yatırıma Dönüştürme: 4-7 yıl içerisinde yatırımın toplamının en az 10 katı kadar geri dönüşünü sağlayacak fırsatlardır.

TTGV'nin tüm destekleri kapsamında, %73'ü KOBİ ve %51'i 0-10 yaş arasındaki işletmelere olmak üzere, 2007 yılına kadar 480 projeye 340 milyon USD'lik bir destek sağlanmıştır[104].

Bunların dışında TTGV, risk sermayesi fonları olan Turkven ve İş Girişim'in hissedarlarındandır. Ayrıca bir risk sermayesi fonu olan TTGV Girişim Fonu, TTGV tarafından Mart 2004'de faaliyete geçirilmişir. Ancak Fon, 2007 başı itibariyle henüz herhangi bir yatırım yapmamıştır.

4.2.6. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

1950 yılında Uluslararası Yeniden Yapılanma ve Kalkınma Bankasının (International Bank for Reconstruction and Development , IBRD) desteği ve T.C. Hükümeti, T.C. Merkez Bankası ve ticaret bankalarının işbirliği ile kurulmuş olan TSKB, Türkiye'nin ilk özel yatırım ve kalkınma bankasıdır[105]. TSKB, KOBİ'lere yönelik teşvik programları çerçevesinde KOBİ yatırımlarına ortaklık şirketlerine

[104] "1991'den Bugüne Teknoloji Geliştirme Projeleri Desteklerimiz", *Desteklerimiz*, http://www.ttgv.org.tr/page.php?id=93 (7 Ocak 2007).
[105] "Hakkımızda", *TSKB Hakkında*, http://www.tskb.com.tr/Hakkimizda.aspx (7 Ocak 2007).

kullandırılacak krediler için aracılık yapan bankalardan birisidir. Risk sermayesiyle ilgili danışmanlık faaliyetlerinde bulunan TSKB, bunun yanında İslam Kalkınma Bankası ile kurduğu ortaklık ve EIB'nin risk sermayesi fonu ile risk sermayesi yatırımları yapmaktadır[106]. Banka ayrıca, %16,67'lik payı ile İş Girişim'in hissedarıdır[107].

4.2.7. Türk Risk Sermayesi Derneği

TurkVCa, 2004 yılında kurulan ve üyelerini Türkiye'deki aktif risk sermayesi fonları, kurumsal finansman çalışanları, avukatlar, denetleyici kurumlarda çalışanlar, kurumsal yatırımcı olan holding yöneticileri, risk sermayesi ile fonlanmış şirket yöneticileri ve akademisyenlerin oluşturduğu bir sivil toplum kuruluşudur[108]. Türkiye risk sermayesi sektörünün geliştirilmesini amaçlayan TurkVCa, faaliyetlerine yönelik çeşitli öncelikler belirlemiştir. Bu öncelikler[109];

-Türkiye'deki girişimciliği, girişimciler arasındaki risk sermayesi bilincini, kurumsal yönetim, muhasebe ve bilgi standartlarını ve yönetimsel kaynakları geliştirerek, projelerin kalitesini arttırmak ve projeleri desteklemek,

-Risk sermayesi sektöründe faliyet gösteren kurumların dahil olduğu yasal çerçeveyi geliştirmek,

-Dünya çapındaki kurumsal yatırımcıların ilgisini Türkiye risk sermayesi sektörüne çekmek ve,

-Risk sermayesi yatırımlarının likiditasyonunu kolaylaştırmak amacıyla sermaye piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmak, özellikle hızlı büyüyen orta ölçekli şirketler için borsaların kurulması ve geliştirilmesini desteklemek ve şirket birleşmeleri piyasalarının gelişmesine katkıda bulunmaktır.

Bir risk sermaye yatırımcısı olmayan TurkVCa, Türkiye risk sermayesi sektörünün gelişmesi amacıyla konferanslar, seminerler, yemekler vb. çalışmalar yapmaktadır. Kuruluş amacı ve faaliyetleri açısından EVCA ve NVCA'ya benzerlik göstermektedir. Ancak Türkiye risk sermayesi sektörünün konumuna paralel olarak

---

[106] "Kurumsal Finansman Faaliyetleri", *Ürün ve Hizmetler*, http://www.tskb.com.tr/GirisimSermayesiDanimanligi.aspx (7 Ocak 2007).
[107] "Hissedar Yapısı", *Hakkımızda*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/hakkimizda/hissedar.htm# (7 Ocak 2007).
[108] "Takım", *Ana Sayfa*, http://www.turkvca.org/tr/team.htm (7 Ocak 2007).
[109] "Amacımız", *Ana Sayfa*, http://www.turkvca.org/tr/mission.htm (7 Ocak 2007).

TurkVCa'nın etkinliği, 2007 yılı itibariyle EVCA ve NVCA ile kıyaslanamayacak bir biçimde çok sınırlı düzeyde bulunmaktadır.

4.2.8. Teknoloji Geliştirme Bölgeleri

Teknoloji geliştirme bölgelerinin yasal çerçevesi, 2001 yılında kabul edilen TGB Kanunu ile çizilmiştir. Bu kanunda TGB; yüksek/ileri teknoloji kullanan ya da yeni teknolojilere yönelik firmaların, belirli bir üniversite veya yüksek teknoloji enstitüsü ya da AR-GE merkez veya enstitüsünün olanaklarından yararlanarak teknoloji veya yazılım ürettikleri/geliştirdikleri, teknolojik bir buluşu ticari bir ürün, yöntem veya hizmet haline dönüştürmek için faaliyet gösterdikleri ve bu yolla bölgenin kalkınmasına katkıda bulundukları, aynı üniversite, yüksek teknoloji enstitüsü ya da AR-GE merkez veya enstitüsü alanı içinde veya yakınında; akademik, ekonomik ve sosyal yapının bütünleştiği siteler veya bu özelliklere sahip teknoparklar, olarak tanımlanmıştır[110]. TGB'nin yönetimi ve işletmesinden sorumlu yönetici bir şirket bulunmaktadır. Bu şirketin kurucuları arasında, bölgenin içinde veya bulunduğu ilde yer alan en az bir üniversite veya yüksek teknoloji enstitüsü ya da kamu AR-GE merkezi veya enstitüsü bulunmaktadır. TGB'lerin bütün çalışmaları Sanayi ve Ticaret Bakanlığının yetkisi altında sürdürülmektedir.

TGB'lerin faaliyetleri Teknopark Yönetmeliği ile düzenlenmiş ve bu Yönetmelik'te teknoparklarda verilecek hizmetler; firma kuruluş, teknoloji, üretim planlama, finansal sorumluluklar, muhasebe ve finansman, hukuk, pazarlama ve girişimcilere işletme denetimi konularında danışmanlık, sekreterlik, haberleşme, fotokopi, bilgisayar vb. kırtasiye dosyalama ve raporlama hizmetleri, yazılım paketleri, kütüphane, laboratuvar, atölye ve sergi alanları imkanlarının sağlanması, olarak sıralanmıştır[111]. Ayrıca TGB Kanunu uyarınca, girişimcilere şu muafiyetler tanınmıştır[112]:

---

[110] "Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu", *Mevzuat*, http://www.erciyesteknopark.com/mevzuatlar/4691ka.doc (8 Ocak 2007), s. 1.

[111] "Teknopark Yönetmeliği", *Bilgi Bankası*, http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/mevzuat/010.html (8 Ocak 2007).

[112] "Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu İle Yatırımcıya Sağlanan Destek ve Muafiyetler", *Teknoloji Geliştirme Bölgeleri*, http://www.sanayi.gov.tr/webedit/gozlem.aspx?sayfaNo=2542 (8 Ocak 2007).

-Bölgede faaliyet gösteren gelir ve kurumlar vergisi mükelleflerinin, münhasıran bu bölgedeki yazılım ve AR-GE'ye dayalı üretim faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları 31.12.2013 tarihine kadar vergiden müstesnadır.

-Bu süre içerisinde münhasıran bu bölgelerde ürettikleri ve sistem yönetimi, veri yönetimi, iş uygulamaları, sektörel, internet, mobil ve askeri komuta kontrol uygulama yazılımı şeklindeki teslim ve hizmetleri de katma değer vergisinden müstesnadır.

-Bölgede çalışan araştırmacı, yazılımcı ve AR-GE personelinin bu görevleri ile ilgili ücretleri 31.12.2013 tarihine kadar her türlü vergiden müstesnadır.

Türkiye'de 2007 yılı başı itibariyle Orta Doğu Teknik Üniversitesi Teknokent, TÜBİTAK Marmara Araştırma Merkezi Teknoparkı, Gebze Organize Sanayi Bölgesi Teknopark, İstanbul Teknik Üniversitesi Arı Teknokent, Batı Akdeniz Teknokenti ve Erzurum Ata Teknokent; Hacettepe, Kocaeli, Yıldız Teknik, İstanbul, Selçuk ve Erciyes Üniversitesi TGB ve İzmir, Ankara, Eskişehir, Trabzon ve Çukurova TGB olmak üzere, kuruluşu tamamlanmış 17 TGB bulunmaktadır. Sağlanan imkanlar ile bu bölgelerdeki katılımcı şirketlerin AR-GE faaliyetlerine destek verilmekte ve sanayicilerin projelerinin gerçeğe dönüştürülmesi yönünde üniversiteler ile sanayiciler arasındaki iş birliği arttırılmaktadır.

TGB'ler, Türkiye'nin yeni teknoloji yaratma kapasitesini olumlu yönde etkileyebilecek oluşumlardır. Bu bölgelere katılımın AR-GE konusunda muafiyetler sağlaması nedeniyle AR-GE faaliyetlerinde bulunan şirketlerin bölgelere katılım göstermesi, bu bölgeleri doğrudan Türkiye'nin AR-GE kapasitesini arttıran oluşumlar konumuna getirmektedir. Dolayısı ile bu bölgelerde yaratılan yeni teknolojiler, yeni yatırım fırsatlarının risk sermayesi fonlarına sunabilmesi açısından Türkiye risk sermayesi sektörünü olumlu yönde etkileyebilecek bir unsursur. Risk sermayesi ile fonlanan birçok şirket, bu bölgelerin katılımcısı konumundadır. Ayrıca risk sermayesi şirketleri de bu bölgelerde faaliyette bulunabilmektedirler. Bu konuda dünyadaki en tanınmış organizasyon Silikon Vadisi'dir. Google, Intel, Yahoo ve Adobe Systems gibi yüzlerce çok uluslu şirketin yer aldığı Silikon Vadisi, dünyanın en bilinen TGB'sidir.

Ayrıca bu bölgelerin bazılarının içerisinde, girişimcilik fikirlerinin hayata geçirilmesi konusunda başlangıç ve erken aşamalardaki şirketlerin eğitim, istihdam, malzeme, danışmanlık, yazılım ve yayın temini, AR-GE, tanıtım vb. konularda desteklendiği kuluçkalıklar da bulunmaktadır. Türkiye'de kuluçkalıklar, yani TEKMER'ler, KOSGEB tarafından kurulmaktadır. Türkiye'de TGB'ler dışındaki özel kuluçkalıklar ise; Ericsson Mobility World, Siemens Business Accelerator, Embrio ve Koç Bilgi Grubu'dur.

4.3. KOBİ'LERE YÖNELİK SERMAYE PİYASASI ORGANİZASYONLARI

Halka arz, risk sermayesi yatırımlarından çıkış yöntemlerinden birisidir. Bu nedenle şirketlerin halka arz edilebileceği sermaye piyasalarının mevcudiyeti, risk sermayesi sektörünün etkili bir şekilde işlemesi açısından önem taşımaktadır. Risk sermayesi yatırımcıları için yatırımlarından rahatlıkla çıkabilecekleri sermaye piyasalarının varlığı, yatırımcıların çıkış stratejilerinde halka arz seçeneği konusundaki sorunlarını ortadan kaldırması veya azaltması sonucunu doğurarak, risk sermayesi yatırımlarına işlerlik kazandırabilecek bir unsurdur.

Türkiye'de İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) bünyesindeki Ulusal Pazar'ın kotasyon şartları, KOBİ'ler için çeşitli sorunlar yaratmaktadır. Ulusal Pazar'da KOBİ'ler için sorun teşkil eden kotasyon şartları şu şekilde sıralanabilir[113]:

-Kuruluşundan itibaren en az 3 takvim yılı geçmiş olması ve son 3 yıllık döneme ilişkin mali tablolarının yayınlanması,

-Başvuru tarihinden önceki son 2 yıla ilişkin mali tablolarına göre (halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 38 milyon YTL veya halka açıklık oranının %35 olması halinde son 1 yılda), vergiden önce kâr etmiş olması,

-Bağımsız denetimden geçmiş son bilançosundaki öz sermayesinin en az 13 milyon YTL olması,

-Halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 20 milyon YTL ve nominal değerinin ödenmiş ya da çıkarılmış sermayesine oranının en az % 25 olması (Bu oranın % 25'in altında olması halinde, halka arz edilen hisse senetlerinin piyasa değerinin en az 38 milyon YTL olması) ve,

[113] "İMKB Kotasyon Yönetmeliği", *Mevzuat*, http://www.imkb.gov.tr/mevzuat.htm (10 Ocak 2007).

-Finansman yapısının, faaliyetlerini sağlıklı bir biçimde yürütebilecek düzeyde olduğunun Borsa yönetimince tespit ettirilmiş ve kabul edilmiş olması.

KOBİ'ler için ağır hükümler içeren bu şartlar, KOBİ'lerin sermaye piyasalarından fon temin etme olanaklarında ve buna paralel olarak da risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonlarının stratejilerinde tıkanmalara neden olabilecek düzeydedir. Örneğin; 1990-2000 yılları arasında KOBİ boyutundaki 42 işletme, İMKB aracılığı ile halka arzdan bu dönemdeki büyük ölçekli 232 işletmeye sağlanan kaynağın %2,7'si olan 310 milyon USD'lik bir kaynak sağlamıştır[114]. Bu halka arzlardan KOBİ'ler ortalama 7.37, büyük öşçekli işletmeler ise 49.5 milyon USD kaynak sağlamışlardır. Bu nedenle 1995 yılında KOBİ'lerin sermaye piyasalarından daha çok yararlanabilmelerini sağlamak amacıyla, İMKB bünyesinde kotasyon koşulları Ulusal Pazar'dan çok daha hafif olan Bölgesel Pazar ve Yeni Şirketler Pazarı (YŞP) kurulmuştur. 2003 yılında Bölgesel Pazar, İkinci Ulusal Pazar'a (İUP) ve YŞP de Yeni Ekonomi Pazarı'na(YEP) dönüştürülmüştür. Ancak bu oluşumlar, şirketlerin hedefinin İMKB Ulusal Pazar'da yer almak olması, bu piyasaların ikinci sınıf olarak görülmesi, doğrudan yöre yatırımcılarına ulaşamaması ve farklı vergi avantajları içermemesi nedenleriyle beklenen ilgiyi görmemişlerdir[115]. Öyleki Nisan 2007 itibariyle menkul kıymet piyasalarındaki şirket sayıları Tablo 4.1'deki gibi gerçekleşmiştir.

Tablo 4.1. Türkiye Menkul Kıymet Piyasalarındaki Şirket Sayıları (Nisan 2007)

Piyasa	Şirket Sayısı
Ulusal Pazar	291
İkinci Ulusal Pazar	15
Yeni Ekonomi Pazarı	3

Bu gelişmelerin yanında, İMKB dışındaki bir menkul kıymet borsası olan ve KOBİ borsası olarak Temmuz 2005'te kurulan Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.(GİP), Türkiye'nin kolektif katılımlı ilk özel borsası olma özelliğini taşımaktadır. Dünya üzerinde çeşitli benzerleri bulunan GİP'in 2007 yılı içerisinde faaliyete geçmesi beklenmektedir.

[114] Alövsat Müslümov**, 21. Yüzyılda Türkiye'de KOBİ'ler Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri**, 1.b., İstanbul: Literatür Yayınları, 2002, ss. 17-19.
[115] Metin Kamil Ercan, "KOBİ Borsaları", *Ana Sayfa*, 2005, http://w3.gazi.edu.tr/~mkercan/kobiborsalari.pdf (13 Nisan 2007), s. 20.

4.3.1. İkinci Ulusal Pazar

İMKB Kotasyon Müdürlüğünün 13 Temmuz 2000 tarihinde yayınladığı İkinci Ulusal Pazar Esasları adlı 138 No'lu Genelge'de kuruluş amacı, İMKB Kotasyon Yönetmeliği'ndeki kotasyon koşullarını sağlayamayan şirketler ile gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan KOBİ'lerin sermaye piyasalarından kaynak temin etmelerine olanak sağlamak, söz konusu şirketlerden Borsa Yönetim Kurulunca Borsa'da işlem görmesi uygun görülenlerin hisse senetlerine likidite sağlamak ve bu hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir, şeklinde ifade edilen İUP, hisse senetlerinin işlem görmesi için kendisine başvuruda bulunan şirketlerin Pazara kabulu için şu şartları aramaktadır[116]:

1-Başvuruda bulunan şirketlerin hisse senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, şirket hisse senetlerinin İUP'de işlem görebilmesi için yapılacak değerlendirme sonucunda Borsa Yönetim Kurulunun olumlu karar vermesi gerekmektedir.

2-Kot İçi Pazarda işlem görme koşullarını kaybeden ve hisse senetlerinin Borsa Yönetim Kurulunca geçici veya sürekli olarak İUP'de işlem görmesine karar verilen şirketlerin İUP'ye kabulünde yukarıdaki şart aranmayabilir.

KOBİ'lerin sermaye piyasalarından daha fazla faydalandırılması amacıyla İUP'de zorlayıcı kotasyon koşullarına yer verilmemiştir. Buna rağmen başvurular çok kısıtlı düzeyde gerçekleşmiş ve İUP beklenen ilgiyi görmemiştir. Ulusal Pazar içindeki KOBİ borsası olma özelliği taşıyan İUP, çeşitli ülkelerde birçok benzeri olan bir oluşumdur. İUP ve benzeri oluşumların karşılaştırılması amacıyla, bazı ülkelerdeki ana borsa içindeki KOBİ borsalarına ilişkin Mayıs 2005 tarihindeki veriler Tablo 4.2'deki gibidir.

[116] "İkinci Ulusal Pazar Esasları", *Genelgeler*, 2000, No. 138, http://www.imkb.gov.tr/mevzuat/genelgeler2000.htm (13 Nisan 2007), ss. 1-2.

Tablo 4.2. Bazı Ülkelerdeki Ana Borsa İçindeki KOBİ Borsalarının Karşılaştırılması

Ülke	Borsa/Pazar	Toplam Piyasa Değeri (milyar USD)	Ortalama Şirket Değeri (milyon USD)	Şirket Sayısı	Asgari Sermaye Şartı
Almanya	Neuer Markt	25	102	240	yok
İngiltere	AIM	16	23	698	yok
İspanya	Nuevo Mercado	8	586	14	yok
İtalya	Nuovo Mercato	8	182	44	3 milyon €
İsviçre	Swiss Exchange New Market	0,83	92	9	1,6 milyon €
Türkiye	II. Ulusal Pazar	0,33	22	15	yok

Kaynak: TSPAKB, "KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor", *Yayın ve Raporlar*, 2003, http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/cgruplari/KOB_Borsasi_Raporu.pdf (13 Nisan 2007), s. 25.

4.3.2. Yeni Ekonomi Pazarı

YEP, GSYO sistemine işlerlik kazandırılması amacıyla, risk sermayesi sektörü düşünülerek kurulmuştur. Dönemin İMKB Başkanı Tuncay Artun, YŞP'nin kuruluş ve çalışma esaslarını belirleyen 8 Mart 1995 tarih 20 no'lu Genelge'nin başında, "*YŞP ile RSYO'ların ve girişim şirketlerinin kuruluşu hızlandırılmış olacaktır.*", ifadesini kullanmıştır[117]. Ancak YŞP ve devamı olan YEP, ifade edilen etkinliğe ulaşamamıştır.

İMKB Kotasyon Müdürlüğü tarafından 13 Temmuz 2000 tarihinde yayınlanan Yeni Ekonomi Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esasları adlı 139 No'lu Genelge'de YEP'in amacı, telekomünikasyon, bilişim, elektronik, internet, bilgisayar üretim, yazılım ve donanım, medya veya Borsa Yönetim Kurulunca kabul edilecek benzeri alanlarda faaliyet gösteren teknoloji şirketlerinin sermaye piyasasından kaynak elde etmelerini sağlamak ve söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmektir, şeklinde ifade edilmiştir[118]. Bu amaç doğrultusunda aynı Genelge'de hisse senetlerinin YEP'te işlem görmesi amacıyla başvuran şirketlerin Pazara kabulü için, SPK kaydına alınan ve hisse senetlerinin Borsada işlem görmesi için başvuruda bulunan, işbu Genelge'de belirlenen sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin hisse

[117] "Yeni Şirketler Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esasları", *Genelgeler*, 1995, No. 20 http://www.imkb.gov.tr/mevzuat/genelgeler1995.htm (13 Nisan 2007).
[118] "Yeni Ekonomi Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esasları", *Genelgeler*, 2000, No. 189, http://www.imkb.gov.tr/mevzuat/genelgeler2000.htm (13 Nisan 2007), s. 1.

senetlerinin tedavülünü engelleyici bir husus bulunmamak kaydıyla, şirketin mali ve hukuki durumu, faaliyetleri, hisse senetlerinin tedavül hacmi gözönüne alınarak, şirket hisse senetlerinin YEP'te işlem görebilmesi için yapılacak inceleme ve değerlendirmeler sonucunda Borsa Yönetim Kurulunun olumlu karar vermesi, şartı aranmaktadır. Görüldüğü gibi YEP için belirlenen kabul şartı, İUP'nin kabul şartlarına benzemektedir. Aynı şekilde YEP'te işlem görecek hisse senetlerini belirleme yetkisi de İMKB Yönetim Kuruluna aittir.

4.3.3. Gelişen İşletmeler Piyasası A.Ş.

KOBİ borsası olarak nitelendirilen GİP, Borsa Dışı Teşkilatlanmış Menkul Kıymetler Piyasalarının Kuruluş ve Çalışma Esasları Hakkında Yönetmelik doğrultusunda, KOBİ'lerin sermaye piyasalarından fon temin etme olanaklarının arttırılarak finansman sorunlarının çözümü amacıyla Temmuz 2005'te kurulmuştur. 10 milyon YTL sermaye ile kurulan ve 2007 yılı sonlarında faaliyete geçmesi planlanan GİP'in %85'ine 52 adet aracı kurum ve banka, %5'ine Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşlar Birliği(TSPAKB), %5'ine TOBB ve %5'ine KOSGEB ortak olmuştur[119]. İMKB Ulusal Pazar dışında ayrı bir tüzel kişiliğe sahip olan GİP'in kuruluşunda;

-Özellikle Anadolu'da bulunan ve İMKB ölçeğine göre küçük kalan birçok işletmenin, hisse senedi ihraç ederek sermaye piyasalarından fon temin etmelerini kolaylaştıracak organize bir ikinci el piyasa oluşturulması yönünde talepleri bulunduğu,

-Anadolu'da faaliyet gösteren KOBİ'lere odaklanmış, yapısı ve organizasyonu bunların ihtiyaçlarına göre düzenlenmiş bir piyasanın varlığının, KOBİ'lerin bu piyasaya girmeleri konusunda başlı başına bir teşvik unsuru oluşturacağı ve,

-Bölgesel bazda şirketlerin piyasaya katılımının artması ile birlikte, İMKB'ye soğuk bakan ve sermaye piyasalarına yatırım yapmak konusunda çekingen davranan Anadolu yatırımcısının, kendi yöresinde yer alan, tanıdığı ve yakından bildiği şirketlere daha rahat yatırım yapabileceği, hususları dikkate alınmıştır[120].

---

[119] Zeynep Emre ve Alparslan Budak (haz.), "Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları", *Yayın ve Raporlar*, 2006, http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/drapor/Dun_Uyg_Cer_Kobi_ Borsalari. pdf (14 Nisan 2007), s. 9.

[120] "KOBİ'lere Yönelik Teşkilatlanmış Piyasa (KOBİ Piyasası) Oluşturulması Çalışmaları", *Bilgi Bankası*, http://www.spk.gov.tr/kobi/kobi_piyasasi_calismalari.html (14 Nisan 2007).

ABD'deki KOBİ borsası olan NASDAQ örnek alınarak kurulan GİP, yerli ve yabancı tüm yatırımcılara açık, bağımsız denetimlerin yapıldığı, İMKB'den daha esnek kotasyon şartlarının bulunduğu, işlemlerin elektronik platform üzerinde yapıldığı ve girişim sermayesi şirketlerinin de ayrı bir piyasa olarak faaliyet göstermelerine izin verildiği bir borsa şeklinde faaliyette bulunacaktır[121]. Risk sermayesi şirketleri, GİP ile çıkış stratejileri konusunda yeni bir alternatife kavuşmuş olacaklardır. Bu doğrultuda GİP'in kuruluşu, Türkiye risk sermayesi sektörüne işlerlik kazandırılması ve sektörün gelişimi açısından önemli bir hamle olabilir.

Ulusal pazarlar dışında kurulan ve ayrı bir tüzel kişiliğe sahip KOBİ borsaları, çeşitli ülkelerde uygulanan oluşumlardır. Güney Kore'nin ekonomik gelişimine büyük katkı sağlayan KOSDAQ, bu oluşumların en başarılısı olarak görülmektedir[122]. Bazı ülkelerdeki GİP benzeri KOBİ borsalarının yapısına ilişkin bilgiler Tablo 4.3'de görülmektedir.

Tablo 4.3. Bazı Ülkelerdeki Ana Borsa Dışında Ayrı Tüzel Kişiliğe Sahip KOBİ Borsaları

Borsa	Ülke	Sahiplik	Yönetim	İşlem Sistemi
NASDAQ Europe	Belçika	NASDAQ Amerika ve aracı kuruluşlar	20 kişilik Yönetim Kurulu (ortaklarca seçiliyor)	Piyasa yapıcılığı ve sürekli müzayede
KOSDAQ	Güney Kore	Aracı Kuruluşlar Birliği, aracı kuruluşlar, devlet kurumları	11 kişilik Yönetim Kurulu (5'i bağımsız, 6'sı farklı kökenlerden)	Sürekli müzayede
RASDAQ	Romanya	Aracı Kuruluşlar Birliğine ait kooperatif	Aracı Kuruluşlar Birliğindeki Komite	Piyasa yapıcılığı
MESDAQ	Malezya	Üyelere ait kooperatif	9 kişilik Yönetim Kurulu (4'ü Finans Bakanlığından, 5'i üyelerden)	Piyasa yapıcılığı

Kaynak: TSPAKB, s. 26.

[121] "KOBİ'ler Halka Açılıyor", *Bilgi Merkezi*, http://www.kobifinans.com.tr/bilgi_merkezi/0217/9309/8 (14 Nisan 2007).

[122] Borsaya Kote Ortaklık Yöneticileri Derneği, "Halka Açılmanın Teşviki ve Yatırım Ortamının Geliştirilmesi", *Paneller*, 2003, http://www.koteder.org.tr/PANEL_ers_09122003.pdf (14 Nisan 2007), s. 14.

4.4. RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARI VE FONLARI

Türkiye risk sermayesi sektörünün yasal mevzuatlar ve sermaye piyasaları açısından GSYO'lar odaklı olması nedeniyle, GSYO'lar Türkiye'deki en önemli risk sermayesi şirketleri konumundadırlar. GSYO'lar dışında çeşitli yerli ve yabancı kaynaklı risk sermayesi fonları da Türkiye'de risk sermayesi yatırımı yapmaktadır.

4.4.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

4.4.1.1.Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

22 Nisan 1996 tarihinde 2 milyon YTL kayıtlı ve 250 bin YTL ödenmiş sermaye ile kurulan ve 31 Aralık 2006 tarihi itibariyle ödenmiş sermayesi 900 bin YTL olan VGSYO, Türkiye risk sermayesi sektöründeki ilk GSYO'dur[123]. VGSYO'nun 31 Aralık 2006 tarihindeki ortaklık yapısı Tablo 4.4'deki gibidir.

Tablo 4.4. Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Aralık 2006 Tarihli Ortaklık Yapısı

Ortak	Ortaklık Payı (%)
Vakıfbank	31,00
Güneş Sigorta A.Ş.	0,05
Vakıf Deniz Finansal Kiralama A.Ş.	0,05
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	0,05
Halka Açık Hisseler	68,85

Kaynak: "Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Aralık 2006 Tarihli Mali Tabloları", *Mali Tablolar*, 2006, http://www.imkb.gov.tr/bilanco/mtablodonem.htm (16 Nisan 2007), s. 9.

İlk risk sermayesi şirketi olması açısından Türkiye risk sermayesi sektöründe önemli bir konuma sahip olan VGSYO, 2007 yılı başı itibariyle hisse senetleri İMKB'de işlem gören iki GSYO'dan biridir.

VGSYO, Teknoplazma İleri Teknoloji Malzemeleri A.Ş. (Teknoplazma), İnova Biyoteknoloji A.Ş.(İnova) ve Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.(Ortadoğu Yazılım)'ye olmak üzere, toplam üç risk sermayesi yatırımı yapmıştır. Bu yatırımlara ilişkin bilgiler şu şekildedir[124]:

---

[123] "Vakıf Girişim Hakkında", *Ana Sayfa*, http://www.vakifgirisim.com.tr/hakkinda.htm (16 Nisan 2007).

[124] VGSYO, "Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı-İzahname", *Sürekli Bilgilendirme Formu*, 2000, http://www.vakifgirisim.com.tr/izahname.pdf (16 Nisan 2007), ss. 15-16 ve "Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Aralık 2006..., s. 8.

-Teknoplazma: VGSYO'nun ilk risk sermayesi yatırımıdır. VGSYO, 1996 yılında 500.165 USD ile şirketin %60'ına ortak olmuş ve şirketin kuruluşuna öncülük etmiştir. Şirketin faaliyet konusu; sanayide kullanılan ve aşınmaya maruz kalan tüm metal aksamların Amorf Tıpkı Elmas Karbon (ATEK) vb. benzeri seramik kaplama yöntemleri kullanılarak kaplanması ve böylece korozyon ve aşınmaya dayanıklı pürüzsüz yüzeylerin elde edilmesi, neticesinde de söz konusu metal aksamların hassasiyetlerinin ve ömürlerinin arttırılmasıdır. ATEK kaplama yöntemi şirketin tescilli markasıdır. Şirketin üretim faaliyetinde bulunmadığı 23 Mayıs 2006 tarihinde şirketin tasfiyesine karar verilmiştir.

-İnova: İnova'ya ilk yatırımını 1999 yılında yapan VGSYO, toplam 475.715 USD'lik yatırımla şirketin %75'ine ortak olmuştur. Hepatit B, Hepatit C, AIDS vb. hastalıklar ile hamileliğin hızlı bir şekilde teşhis edilmesinde kullanılan tanı kitleri üretilmesi, şirketin ana faaliyet konusunu oluşturmaktadır. 13 Ekim 2005 tarihinde şirketin tasfiyesine karar verilmiştir.

-Ortadoğu Yazılım: VGSYO, 2000-2001 yılları içerisinde beş seferde gerçekleştirdiği toplam 3.272.922 USD'lik yatırımla şirketin %15'ine ortak olmuştur. Şirket Türkiye'nin ilk internet servis sağlayıcısı olarak kurulmuş olup, kamu ve özel sektör kuruluşlarına TT.NET markası ile internet servis sağlayıcılığı hizmeti sunmaktadır. Şirket, faaliyetlerini ODTÜ'nün tüm teknik ve idari desteği ile ODTÜ merkezi içindeki kampüsünde sürdürmektedir. Şubat 2007'de VGSYO, yönetim kurulu kararı ile şirketteki %15'lik hissesinin Ahmet Serdar Oğhan Ortak Girişim Grubu'na 1.150.000 USD peşin bedelle satışına karar verilmiştir.[125]

VGSYO'nun, risk sermayesi yatırımlarından yüksek getiri amacına ulaşamadığı görülmektedir. Erken aşamalardaki risk sermayesi yatırımları için çoğunlukla hedeflenen 5-10 kat arası getiri beklentileri, VGSYO'nun yatırımlarından elde edilememiştir. Teknoplazma ve İnova için tasfiye, Ortadoğu Yazılım yatırımı için ise zararla sonuçlanacak bir bedelle çıkış kararı alınmıştır. VGSYO'nun 31 Mart 2007 tarihli girişim şirketi portföyü Tablo 4.5'de görülmektedir.

[125] "09.02.2007 tarihli İMKB Şirket Haberleri", *Günlük Bültenler*, 2007 http://www.imkb.gov.tr/bultenler.htm. (16 Nisan 2007).

Tablo 4.5. Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Mart 2007 Tarihindeki Girişim Şirketi Portföyü

Yatırımlar	Yatırım Tarihi	Yatırım Tutarı (USD)	Grup İçi Oran (%)	Tüm Portföy İçi Oran (%)	Sektör	Ortaklık Payı (%)
Tasfiye HalindeTeknoplazma	15.10.1996	500.165	11,38	9,02	Kimyasallar	60,00
Tasfiye Halinde İnova		475.715	11,77	9,33	Biyoteknoloji	75,00
1.Yatırım	10.03.1999	352.562				
2.Yatırım	02.08.2001	23.049				
3.Yatırım	15.10.2001	19.267				
4.Yatırım	04.11.2002	80.837				
Ortadoğu Yazılım		3.272.922	76,85	60,92	Bilişim	15,00
1.Yatırım	17.02.2000	878.256				
2.Yatırım	04.04.2000	599.742				
3.Yatırım	05.04.2000	33.878				
4.Yatırım	20.07.2000	1.216.534				
5.Yatırım	20.02.2001	544.512				
Toplam		2.361.346	100,00	79,27		

Kaynak: "VGSYO'nun Portföy Değer Tabloları", *Şirket Haberleri*, http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm (16 Nisan 2007), s. 1.

4.4.1.2. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

200 milyon YTL kayıtlı ve 22,5 milyon YTL ödenmiş sermaye ile kurulan İş Girişim, 31.10.2000 tarihinde tescil edilerek faaliyete başlamıştır. Türkiye'de kurulmuş ikinci ve 2007 yılı başı itibariyle en büyük GSYO fonu olan İş Girişim'in hisse senetleri İMKB'de işlem görmektedir. İş Girişim'in 31 Mart 2007 tarihli ortaklık yapısı Tablo 4.6'daki gibidir.

Tablo 4.6. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Mart 2007 Tarihli Ortaklık Yapısı

Ortak	Ortaklık Payı (%)
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	20,08
TSKB	16,67
TTGV	11,11
Anadolu Sigorta	6,67
Milli Reasürans	4,44
İş Factoring	0,89
Halka Açık Hisseler	40,14

Kaynak: "Hissedar Yapısı", *Hakkımızda*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/hakkimizda/hissedar.htm (20 Nisan 2007).

4.4.1.2.1. Yatırım Politikası

İş Girişim'in risk sermayesi yatırım politikasının esasları şunlardır[126]:

-Tercih Edilen Sektörler: İş Girişim'in yapacağı yatırımlarda öncelikli sektör tercihi bulunmamakla birlikte; kimyasal maddeler, dayanıklı ve dayanıklı olmayan tüketim malları, enerji, sağlık, perakendecilik, gıda, teknoloji, telekomünikasyon, medya ve lojistik gibi sektörlerde faaliyet gösteren yeni veya büyük piyasa yaratabilme potansiyeline sahip şirketlere yatırım yapılması öngörülmektedir.

-Portföy Yönetim Tarzı: Yatırım yaptığı şirketlerin günlük işlerine ve yönetimine karışmak değil; sahip olacağı bazı haklar ve tecrübesi sayesinde, bu şirketlere yaşam eğrilerinin her aşamasında yol gösterici rol oynayarak büyümelerini sağlayabilmektir.

-Yatırım Stratejisi: İş Girişim, prensip olarak tek bir şirkete toplam fon miktarının en fazla %10 ila 15'ini yatırabilecek olup, yatırım miktarı kısa, orta ve uzun vadeli stratejilerin ışığında belirlenmektedir. Yatırım yapılacak şirketin finansman ihtiyacı İş Girişim'in yatırabileceği miktarın üzerinde ise, ortak yatırımcılar bulunarak projeye yatırım yapılabilmektedir. Genellikle yatırım yaptığı şirketlerde azınlık hissedarı olmayı hedefleyen ve günlük yönetimde aktif rol almayı tercih etmeyen İş Girişim, yatırım yapılan şirketin yönetim kurulunda temsil edilmekte ve alınacak bazı finansal ve stratejik kararlarda oy birliği şartı aramaktadır.Yatırımlarından genelde 2 ila 5 yıl arasında çıkmayı planlayan İş Girişim, çıkış sırasında halka arz, stratejik satış ya da mevcut ortaklara geri satış yöntemlerini kullanmaktadır.

-Girişim Şirketlerinde Aranan Özellikler:

a-Finansal Durum: Yatırım yapılacak şirket, geçmiş performansıyla ilgili kayıtlara ve içinde faaliyet gösterdiği piyasa ile ilgili doğru bilgilere sahip olmalı ve bu verilerden nasıl faydalanacağını bilmelidir.

b-Para: Aktarılan fon, şirketin satış ve kârlılık performansını iyileştirerek değerini artırmaya yönelik olmalıdır. Yatırım miktarı 1-6 milyon USD arasında değişebilir.

[126] "Strateji ve Süreçler", *Ana Sayfa*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/default.asp (20 Mart 2007).

c-Piyasa Potansiyeli: Yatırım yapılacak şirketin ürün ve/veya hizmetlerinin hitap ettiği piyasa, şirketin istenilen büyüklüğe ulaşabilmesine olanak verecek seviyede olmalıdır.

d-Yönetim: Girişim sermayesi için yatırım yapılacak şirketin yönetim yapısı ve kadrosu büyük önem taşımaktadır. Yatırım yapılacak şirketin yönetimi dürüstlük, bütünlük, deneyim, başarı, yüksek enerji ve motivasyon gibi vasıflara sahip olmalıdır.

e-Rekabet Gücü: Sahip olduğu patent, özel iş süreci, maliyet yapısı ve dağıtım kanalları vb. avantajlar ile kendisini rakiplerinden ayırabilmeyi başaran bir şirkete yatırım yapılması durumunda elde edilecek getiri daha yüksek olacak ve başarı ihtimali artacaktır.

f-Piyasa Odaklı Olma: Hedef piyasasını ve bu piyasanın ihtiyaçlarını iyi tespit ederek, piyasaya uygun ürün ya da hizmetler sunan girişimcilerin başarı şansları diğer girişimcilere göre oldukça yüksektir.

g-Çıkış: Bir girişim sermayesi şirketi için, yatırım yaptığı şirketin hisselerini elden çıkarabilme olanaklarının çeşitliliği büyük önem arz etmektedir.

4.4.1.2.2. Risk Sermayesi Yatırımları

İş Girişim, 2006 yılı sonuna kadar ikisi tamamlanmış beşi devam etmekte olan yedi adet girişim şirketine risk sermayesi yatırımı yapmıştır. Tüyap Tüm Fuarcılık Yapım A.Ş.(TÜYAP) ve Mars Sinema Turizm ve Sportif Tesisler İşletmeciliği A.Ş.(Cinemars)'ye yapılan yatırımlar sonlandırılırken; Nevotek Bilişim Ses ve İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Nevotek), Probil Bilgi İşlem Destek ve Danışmanlık Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Probil), İletişim Teknoloji Danışmanlık ve Ticaret A.Ş. (ITD), Step Halıcılık ve Mağazacılık Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Step) ve Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş. (Beyaz)'ye yapılan yatırımlar devam etmektedir.

-Cinemars[127]**:** İş Girişim, 1980'lerde kurulan, ancak bugünkü yapısına 2000 yılında ulaşan ve sinema salonları işletmeciliği faaliyetinde bulunan Cinemars'a Temmuz 2003'te ilk yatırımını yapmıştır. Cinemars'a farklı zamanlarda toplam 11,5

[127] "Mars the Cinema Professional", *Başarı Hikayelerimiz*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/portfolyo/basari1.htm (17 Mart 2007).

milyon USD'lik risk sermayesi yatırımı sonucunda %66,2835 payla ortak olunmuştur. İş Girişim Ağustos 2006 tarihinde sahip olduğu paylarının tamamını, Cinemars'ın diğer pay sahiplerinin çoğunluk olarak pay sahibi oldukları Mars Entertainment Group A.Ş.'ye 19,4 milyon USD'ye satarak yatırımdan çıkmıştır. İş Girişim bu yatırımından bileşik bazda yıllık %30,25'lik getiri elde etmiş; Cinemars ise İş Girişim'in yatırım yaptığı dönem içerisinde cirosunu 8 kat, lokasyon sayısını 3 kat, koltuk sayısını 6 kat arttırmış ve seyirci bazında da piyasa payını %1,5'den %10,8'e yükseltmiştir.

-Tüyap[128]**:** 1979'da kurulan ve fuarcılık, kongre, sergi, reklamcılık, tanıtım, organizasyon, turizm ve seyahat acenteliği, ikram ve lokanta hizmetleri, petrol dağıtımı, kültür ve yayıncılık alanlarında faaliyette bulunan TÜYAP'a ilk yatırım Aralık 2005'te yapılmıştır. TÜYAP'a toplam 7 milyon USD'lik risk sermayesi yatırımı sonucunda %29,75 payla ortak olunmuştur. İş Girişim, 14 aylık yatırım süresinden sonra Şubat 2007'de sahip olduğu payların tamamını, TÜYAP'ın kurucu ortaklarının çoğunluk olarak pay sahibi oldukları Fuar Destek Hizmetleri A.Ş.'ye 10.79 milyon USD'ye satarak yatırımdan çıkmıştır. İş Girişim, bu yatırımından USD bazında %45,75 oranında yıllık bileşik getiri elde etmiş; Tüyap ile ortak olduğu süre boyunca, şirketin mali yapısının düzeltilmesi, kârlılık ve verimliliğinin artırılması, kurumsal yapısının güçlendirilmesi ve özellikle Adana'da yeni bir fuar alanının kiralanarak kapasite arttırılması yolu ile büyümenin sürdürülmesine katkıda bulunmuştur.

-Probil[129]**:** İş Girişim, entegre bilgi ve iletişim teknolojileri çözümleri ve hizmetleri üreten ve Türkiye'nin en büyük bağımsız sistem entegratörlerinden biri olan Probil'e toplam 3.188.889 USD'lik risk sermayesi yatırımı yapılmıştır. İş Girişim'in Probil'deki ortaklık payı %10'dur. İş Girişim'in Probil'i seçiminde; şirketin öncelikle piyasa potansiyelinin büyüklüğü, kuvvetli yönetim kadrosu, piyasa odaklı bakış açısı, mali performansı ve ortakları etkili olmuştur. İş Girişim 2007 yılı içerisinde bu yatırımdan çıkmayı hedeflemektedir.

[128] "Tüyap Tüm Fuarcılık", *Başarı Hikayelerimiz*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/portfolyo/basari2.htm (17 Mart 2007).
[129] "Probil", *Portföy*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/portfolyo/probil.htm (17 Mart 2007).

-ITD[130]**:** İş Girişim, 1991'de kurulan ve bilişim teknolojileri sektörünün "servis" alt sektöründe faaliyet gösteren bir sistem entegratörü olan ITD'ye ilk yatırımını Aralık 2002'de yapmıştır. IDT'ye toplam 16,85 milyon USD'lik yatırım yapılmış ve %34,984'lük payla ortak olunmuştur. ITD'nin geçmiş performansı, kurumsal yönetim düzeyi, uzmanlaşmış tecrübeli kadrosu, sağlıklı müşteri tabanı, müşterileri arasındaki olumlu imajı ve yurt dışında büyüme potansiyeli, İş Girişim'in bu yatırımı yapması hususundaki en etkili tercih sebepleri olmuştur.

-Nevotek[131]**:** İş Girişim, 2001'de kurulan ve internet iletişim kuralları (Internet Protocol, IP) aracılığıyla ses, veri ve görüntünün tek bir altyapı üzerinden taşınmasına ve yönetilmesine olanak sağlayan çözümler sunan, bu konuda uluslararası çapta teknoloji geliştiren ve tüm dünyaya pazarlayan Nevotek'e Eylül 2003'te yaptığı ilk yatırımla ortak olmuştur. Nevotek'deki ortaklık payı toplam 4,55 milyon USD'lik yatırımla %88,2367'dir. Nevotek yatırımı ile İş Girişim, Türkiye'de uygun maliyetlerle geliştirilen ve alanında küresel lider olan Cisco tarafından tasdik edilmiş bir teknolojiyi dünya çapında yaygın bir şekilde kullanılır hale getirmeyi hedeflemiştir. İş Girişim'in başlangıç aşamasında ortak olduğu Nevotek, kısa geçmişine rağmen, Cisco'dan Rusya ve Bağımsız Devletler Topluluğu En İyi Ürün (2002), Yılın Stratejik İş Ortağı (2002), Yılın Stratejik İş Ortağı (2003), Ayın İş Ortağı (Ocak 2004) ödüllerini almış; 2005 yılının Ocak ayında da Cisco'nun Cisco Teknoloji Geliştirme Programı (Cisco Technology Developer Program, CTDP) üyesi unvanını kazanan sadece 6 şirketten birisi olma konumuna ulaşmıştır. Ağustos 2006'da Dubai'de de ofis açan şirket, uluslararası gelişimini sürdürmede önemli bir adım daha atmıştır. Nevotek'in seçiminde; üst yönetimin bilgi birikimi ile tecrübesi, üretilen teknolojinin Cisco gibi dünya çapında bir kuruluşun desteğini ve onayını almış olması, hitap ettiği piyasanın geniş potansiyeli ve şirketin sunduğu yüksek kâr marjı göz önünde bulundurulmuştur.

-Step[132]**:** İş Girişim, 1998'de kurulan ve halıcılık, ev tekstili ve aksesuarları konusunda faaliyette bulunan Step'e Temmuz 2004'de ortak olmuştur. İş Girişim'in Step'de toplam 3,5 milyon USD'lik yatırımla %33,3333'lük payı bulunmaktadır. İş

[130] "ITD", *Portföy*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/portfolyo/itd.htm (17 Mart 2007).
[131] "Nevotek", *Portföy*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/portfolyo/nevotek.htm (17 Mart 2007)
[132] "Step", *Portföy*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/portfolyo/step.htm (17 Mart 2007).

Girişim'in Step yatırımında; şirketin üst yönetiminin geniş tecrübesi, yenilikçi vizyonu, potansiyel piyasanın büyüklüğü, yurtdışı piyasalara açılma potansiyeli ve piyasa odaklı yapısı etkili olmuştur.

-Beyaz[133]: İş Girişim, 1993'de kurulan ve filo kiralama ve yönetimi faaliyetlerinde bulunan Beyaz'a Ekim 2006'da toplam 16,75 milyon USD'lik yatırım yapmıştır. İş Girişim'in Beyaz'daki ortaklık payı %15,6863'tür. İş Girişim'in Beyaz'ı seçiminde; piyasa potansiyelinin büyüklüğü, üst yönetimin şeffaflığı ve vizyonu, büyüme odaklı bakış açısı ve geçmiş yıllardaki başarılı mali performans unsurları etkili olmuştur.

Dört yıl daha geç kurulmasına rağmen, İş Girişim'in VGSYO'dan daha çok ve daha başarılı yatırımlar yaptığı ve önemli şirketlerin yaratılmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Risk sermayesi yatırımlarına aktif bir şekilde devam eden İş Girişim'in 31 Mart 2007 tarihindeki girişim şirketi portföyü Tablo 4.7'de görülmektedir.

Tablo 4.7. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Mart 2007 Tarihindeki Girişim Şirketi Portföyü

Yatırımlar	Yatırım Tarihi	Yatırım Tutarı (USD)	Grup İçi Oran (%)	Tüm Portföy İçi Oran (%)	Sektör	Ortaklık Payı (%)
Probil		3.188.889	11,65	5,05	Bilişim	10,00
1.Yatırım	15.10.2002	3.000.000	11,12	4,82		
2.Yatırım	23.10.2003	188.889	0,54	0,23		
ITD		16.850.000	35,85	15,54	Bilişim	34,984
1.Yatırım	27.12.2002	1.712.500	6,02	2,61		
2.Yatırım	22.03.2004	137.500	0,32	0,14		
Opsiyon		15.000.000	29,51	12,79		
Nevotek		4.550.000	10,18	4,41	Telekomünikasyon	88,2367
1.Yatırım	30.09.2003	401.600	1,06	0,46		
2.Yatırım	01.03.2004	399.200	0,93	0,40		
3.Yatırım	22.06.2004	399.200	1,04	0,45		
4.Yatırım	27.06.2006	1.100.000	2,65	1,15		
5.Yatırım	20.12.2006	700.000	1,44	0,63		
Opsiyon		1.550.000	3,05	1,32		

[133] "Beyaz", *Portföy*, http://www.isgirisim.com.tr/turkce/portfolyo/beyaz.htm (17 Mart 2007).

Tablo 4.7. (Devam) İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Mart 2007 Tarihindeki Girişim Şirketi Portföyü

Yatırımlar	Yatırım Tarihi	Yatırım Tutarı (USD)	Grup İçi Oran (%)	Tüm Portföy İçi Oran (%)	Sektör	Ortaklık Payı (%)
Step		3.500.000	8,66	3,75	Perakendecilik	33,3333
1.Yatırım	20.07.2004	3.000.000	7,63	3,31		
2.Yatırım	25.04.2006	500.000	1,03	0,45		
Beyaz		16.750.000	33,66	14,59	Hizmet	15,6863
1.Yatırım	13.10.2006	4.000.000	8,58	3,72		
Opsiyon		12.750.000	25,08	10,87		
Toplam		63.992.211	100,0	43,34		

Kaynak: "İş Girişim'in Portföy Değer Tabloları", *Şirket Haberleri*, http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm (21 Mart 2007).

4.4.1.3. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

KOBİ'lerin risk sermayesi yolu ile finanse edilmesi amacıyla 26 Aralık 2003 tarihinde kurulan KOBİAŞ'nin 31 Aralık 2006 tarihli ortaklık yapısı Tablo 4.8'deki gibidir.

Tablo 4.8. KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Aralık 2006 Tarihli Ortaklık Yapısı

Ortak	Ortaklık Payı (%)
TOBB	47,83
Halkbank	31,47
KOSGEB	12,33
İzmir Ticaret Odası	2,20
Halk Finansal Kiralama A.Ş.	1,65
Diğer (TESK ve 15 Sanayi ve Ticaret Odası)	4,52

Kaynak: "İştirakler", *Bankamız*, http://www.halkbank.com.tr/pb/engine/0,1065,1_14_0kobi,00.html (6 Ocak 2007).

4.4.1.3.1. Yatırım Politikası

Temel olarak KOBİ'lerin yeni veya mevcut işlerini geliştirmek amacıyla yapacakları yatırımlarını ya da işletme sermayesi ihtiyaçlarını risk sermayesi ile finanse etme amacında olan KOBİAŞ'nin yatırım politikası ile ilgili başlıca unsurlar şunlardır[134]:

[134] "Yatırım Kriterlerimiz", *Yatırım ve Strateji* ve "Sıkça Sorulan Sorular", *Girişim Sermayesi*, http://www.kobias.com.tr/ (19 Mart 2007).

- Girişimci şirketin KOBİ tanımına uyması, yatırım konusunun yeni veya büyük piyasa yaratabilme potansiyeline sahip, rekabetin yoğun olmadığı, kâr marjının yüksek olduğu sektörlerde personel kalitesi, teknik kapasite ve sahip olduğu ürün ve hizmetler ile rakiplerine göre avantaj sağlayabilecek nitelikte olması, dolayısıyla kârlı bir iş teklifi sunuyor olması, girişimci şirketin nakit yaratma beklentileriyle karşılaştırıldığında, ödeyemeyeceği kadar çok vergi, Sosyal Sigortalar Kurumu primi, banka vb. borcunun bulunmaması gerekmektedir.

- KOBİAŞ, 500 bin USD ile 5 milyon USD arasında sermaye desteğine ihtiyacı olan yatırımlarla ilgilenmekte ve ortak olduğu şirketlerde çoğunluk hissedarı olmak yerine, imtiyaz hakkına sahip azınlık hissedarı (en fazla %49) olmayı tercih etmektedir.

-Yatırımlar için teknik ayrıntılara hakim, piyasa ve potansiyel müşteriler hakkında bilgi sahibi, işletmecilik bilgisi olan, vizyon sahibi ve dürüst girişimciler tercih edilmektedir.

- Yatırım yapılacak sektörler ile ilgili herhangi bir sınırlama olmamakla birlikte; bilişim, elektronik, telekomünikasyon, medikal-sağlık, biyoteknoloji, dayanıklı ve dayanıklı olmayan tüketim malları, gıda, lojistik vb. sektörlerle ilgilenilmektedir.

- Sağlanan sermaye, şirketin işletme sermayesi ihtiyacının giderilmesi, AR-GE ve yeni ürün geliştirme, kapasite artırım amaçlı makina-ekipman yatırımı, küçük ölçekli inşaat ve tadilat yatırımı, personel istihdamı vb. kısa vadede geri dönüşümü olabilecek alanlarda kullanılabilecektir. Sadece arsa, bina ve inşaat yatırımı amacıyla sermaye ihtiyacı olan şirketlere yatırım yapılmamaktadır.

- KOBİAŞ, şirketin günlük-operasyonel işleyişine karışmamakta, ancak şirkete ilişkin stratejik ve önemli kararların alınmasında aktif bir rol üstlenmektedir.

4.4.1.3.2. Risk Sermayesi Yatırımları

KOBİAŞ, 2006 sonu itibariyle Butek Makina Sanayi Ticaret A.Ş. (Butek) ve Makim Makine Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş.(Makim)'ye olmak üzere, toplam iki risk sermayesi yatırımı yapmıştır.

-Butek[135]**:** KOBİAŞ'nin ilk risk sermayesi yatırımı olan Butek, otomotiv endüstrisinin ihtiyaç duyduğu imalat tezgahları, montaj ve test aparatlarının

[135] "KOBİ A.Ş. İlk Ortaklık İmzasını Attı", *Haberler*, 2006, http://www.tobb.org.tr/haber_arsiv2.php?haberid=808 (20 Mart 2007).

tasarımını ve üretimini yapmaktadır. KOBİAŞ, 1997 yılında kurulan Butek'in %45'lik hissesini Temmuz 2006'da 900 bin USD karşılığında satın alarak şirkete ortak olmuştur. Butek'e sağlanan finansmanla, öncelikle şirketin kapasite artırımı için gerekli olan ilave makine ekipman yatırımlarının yapılması ve işletme sermayesi ihtiyaçlarının giderilmesi ve bu doğrultuda şirkete daha da hızlı ve sağlıklı büyüme potansiyelinin kazandırılması amaçlanmaktadır.

-Makim[136]**:** KOBİAŞ, 1993 yılında kurulan ve elektro-mekanik cihazlar üreten Makim'in %38'ini Şubat 2007'de 2 milyon USD'ye satın alarak şirkete ortak olmuştur. Yatırım süresi belirli olup, beş yıldır. Bu süre içerisinde şirkete alınacak ilave makine ve ekipmanlarla şirketin işletme sermayesinin güçlendirilmesi ve şirkete hızlı bir büyüme kazandırılması amaçlanmaktadır.

4.4.1.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yatırımlarının Görünümü

Türk hukuk sistemi ve paralelinde de SPK mevzuatlarında risk sermayesi kavramının girişim sermayesi olarak GSYO'lar çerçevesinde düzenlenmesi, bu ortaklıkları Türkiye risk sermayesi sektörü açısından önemli kılmaktadır. Portföy değerlerinin minimum %50'sini girişim şirketlerine risk sermayesi olarak yatırmak zorunda olan GSYO'ların sayısının artması ve etkili bir şekilde girişim şirketlerini fonlamaları, risk sermayesinin Türkiye'deki gelişimi açısından önem taşımaktadır.

Hisse senetleri İMKB'de işlem gören iki GSYO olan VGSYO ve İş Girişim'in Tablo 4.9'da görülen portföy verileri doğrultusunda; bu ortaklıkların girişim sermayesi yatırımlarının tüm portföye oranı, 2000-2006 yılları için ortalama %58,29 olarak bulunmaktadır. Ayrı ayrı bakıldığındaysa; bu oranın VGSYO için sürekli olarak %50'nin üzerinde gerçekleştiği, İş Girişim için ise zaman zaman %50'nin altına düştüğü, bu şirketlerin İMKB verilerindeki dönemlik ve yıllık mali tabloları incelendiğinde görülmektedir. İş Girişim, bu %50'lik sınırın altına düşüş durumlarının düzeltilmesi için zaman zaman SPK'dan ek süreler talep etmiştir.

[136] "KOBİ A.Ş. Makim Makine'nin Yüzde 38'ine Ortak Oldu", *Haberler*, 2007, http://www.kobias.com.tr/ haberler.php?haber=makim_4 (19 Mart 2007).

Tablo 4.9. İMKB'ye Kayıtlı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Portföylerine İlişkin Veriler

	Tarihsel Konsolide Portföy Verileri						
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Net Aktif Değeri (YTL)	3.301.398	3.892.627	3.770.586	4.148.263	104.276.334	110.784.098	126.602.203
Girişim Sermayesi Yatırımları Oranı (%)	54,18	57,18	62,49	57,82	74,29	48,38	53,75
Ortaklık Sayısı	1	1	1	1	2	2	2

	2006 Yılı Sonu Portföy Dağılımı (%)	
	Girişim Sermayesi Yatırımları	Para ve Sermaye Piyasası Araçları
İş Girişim	51,84	48,16
VGSYO	79,42	20,58

Kaynak: SPK, "SPK Ocak 2007 İstatistik Bülteni", *Aylık İstatistik Bülteni*, 2007, http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2007/Ocak/aylik_istatistik_bulteni_2007_Ocak.xls#'V-6-3'!A1 (22 Mart 2007), kısım V, ss. 6-1, 6-2.

GSYO'ların yatırımları incelendiğinde; bu şirketlerin 2006 yılı sonuna kadar 12 girişim şirketine yatırım yaptıkları görülmektedir. VGSYO'nun yatırımları daha çok erken aşama yatırımlarından oluşurken, diğer ortaklıklar girişim şirketlerini çoğunlukla daha geç aşamalarda finanse etmişlerdir. Ortalama olarak %50'nin altında bir ortaklık payı ile şirketlere yatırım yapan GSYO'ların çıkılan yatırımlardaki ortalama yatırım süreleri 4 yıldan daha kısadır. Ancak bu noktada, VGSYO'nun daha uzun süreli iki yatırımının da 2007 başı itibariyle sonlanma sürecinde olduğu ve bu yatırımların da katılması ile ortalama yatırım süresinin uzayacağı belirtilmelidir. Benzer bir durum, yatırımların ortalama yıllık getirisi için de söz konusudur. 2007 yılı başında VGSYO'nun yatırımlarının ikisinin tasfiye halinde olması, diğeri için ise zararla sonuçlanacak bir tutarla çıkış kararının alınması, yatırımların ortalama yıllık getirisini düşürecektir. GSYO'ların risk sermayesi yatırımlarına ilişkin veriler Tablo 4.10'da görülmektedir.

Tablo 4.10. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Risk Sermayesi Yatırımlarına İlişkin Veriler (1996 – 2007 İlk Çeyrek)

	Yatırım Sayısı	Ortalama Yatırım Tutarı (milyonUSD)	Girişim Şirketlerindeki Ortalama Ortaklık Payı (%)	Çıkılan Yatırım Sayısı	Ortalama Çıkış Tutarı (milyonUSD)	Çıkılan Yatırımların Ortalama Yıllık Getirisi* (%)	Ortalama Yatırım Süresi
Vakıf GSYO A.Ş.	3	1,41	50,00	1	1,150	-	7 yıl
İş GSYO A.Ş.	7	9,04	39,75	2	15,095	38,00	2 yıl 7 ay
KOBİ GSYO A.Ş.	2	1,45	41,50	-	-	-	-
Genel	12	5,87	42,60	3	10,446	38,00	3 yıl 9 ay

* VGSYO'nun Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.'ye yaptığı yatırımdan çıkış kararı alınmasına rağmen; bu yatırımın yıllık bileşik getirisine ilişkin net rakamın bulunmamasından ötürü, "çıkılan yatırımların ortalama yıllık getirisi" Ortadoğu Yazılım'a ilişkin verileri içermemekte, yalnızca İş Girişim'in sonlanan yatırımları olan Cinemars ve Tüyap'ın verilerini içermektedir.

4.4.2. Risk Sermayesi Fonları

4.4.2.1. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı Girişim Fonu

Mart 2004'de faaliyetlerine başlayan TTGV Girişim Fonu (TTGVGF), TTGV tarafından, temelde başlangıç aşaması olmak üzere, başlangıç ve büyüme aşamalarındaki teknoloji firmalarına yatırım yapmak amacıyla kurulmuştur. Ancak Türkiye'de yeni teknolojilerin yaratılması konusunda önemli destekler veren TTGV'nin kurduğu TTGVGF, 2007 yılı ilk çeyreği itibariyle henüz yatırım faaliyetlerine başlamamıştır. Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlıklarından, Dünya Bankasından ve kendi kaynaklarından oluşan fonları ile girişim şirketlerini finanse etmeyi amaçlayan TTGVGF'nin risk sermayesi yatırım stratejisine ilişkin başlıca unsurlar şunlardır[137]:

-Temel olarak başlangıç ve büyüme aşamalarındaki şirketler finanse edilecektir. Ayrıca fonların belirli bir miktarı da yönetim kadrosunu tamamlamış, geliri hızla büyüyen ve sektör lideri olma yolunda ilerlemiş firmalara yöneltilecektir.

[137] "Strateji", *Yatırım Felsefesi*, http://www.ttgvgirisim.com/yatirim.htm (20 Mart 2007).

-Şirketlerle kurulacak ortaklıklarda, azınlık hissedarı olmak amaçlanmaktadır. Çoğunluk hissedarı olunsa bile, şirketin performansına göre hisseler girişimciye devredilerek azınlık pozisyonuna geçilmesi düşünülmektedir.

-Başlangıç aşamasındaki şirketlere 100.000-400.000 USD arasında değişen miktarlarda yatırım yapmak hedeflenmektedir. Ancak ilerleyen yıllarda 1-5 milyon USD aralığında erken aşama yatırım olanakları da sunulacaktır.

-Yatırım yapılan şirketlerin günlük faaliyetlerine ve yönetimlerine karışılmadan her aşamada yol gösterici bir rol oynanarak şirketlerin büyümeleri sağlanacaktır.

4.4.2.2. Turkven

Uluslararası Finans Kurumu (International Finance Corporation, IFC), EIB, Hollanda Kalkınma Bankası (Dutch Development Bank), Almanya Kalkınma Bankası (German Development Bank), Yunanistan Ulusal Bankası (National Bank of Greece) ve TTGV'nin olduğu sadece kurumsal yatırımcılardan oluşan bir fonun yöneticisi olan Turkven, bu kuruluşlar adına Türkiye'de risk sermayesi yatırımı yapmaktadır[138]. 10 milyar USD'lik bir fonu yönetmesi itibariyle dünyanın en büyük risk sermayesi şirketlerinden birisi konumundaki Advent International'ın stratejik ortağı olan Turkven, 2000-2006 yılları arasında toplam 600 milyon USD'nin üzerinde bir kaynağı risk sermayesi ve kredi olarak şirketlerin finansmanında kullanmıştır[139].

2000-2006 yılları arasında Uno, Intercity, Retromedya&Trendtech, Pronet ve Roma Plastik'e yatırım yapan Turkven, Doruk Grubu ile ortak olarak Uno'yu satın almış ve bir risk sermayesi türü olan satın alma destek finansmanı yatırımının Türkiye'deki ilk uygulayıcısı olmuştur. Tüm yatırımları ileri ve geç aşama finansmanlarından oluşan Turkven'in yatırımları GSYO'ların yatırımları ile karşılaştırıldığında, Turkven'in genellikle çok daha büyük tutarlarla yatırımlara girdiği görülmektedir. Turkven'in risk sermayesi yatırımlarına ilişkin bilgiler Tablo 4.11'de görülmektedir.

[138] "Our Shareholders", *Ana Sayfa*, http://www.turkven.com/main.html (21 Mart 2007).
[139] "About Turkven", *Ana Sayfa*, http://www.turkven.com/main.html (21 Mart 2007).

Tablo 4.11. Turkven'in Risk Sermayesi Yatırımları

	Yatırım Tutarı	Ortaklık Payı (%)	Yatırım Süresi	Yatırımdan Çıkış Tutarı	Sektör
Uno	15 milyon €	50,00	2003-2006	45 milyon €	Gıda
Intercity	100 milyon USD (kredi kapsamlı ortaklık)	40,00	2004-?	-	Hizmet
Pronet	Net rakam yok	50,00	2006-?	-	Bilişim
Roma Plastik	56 milyon €	100,00	2006-?	-	İmalat
Retromedya&Trendtech	Net rakam yok	50,00	2005-?	-	Bilişim

4.5. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİNİ UYGULAMA OLANAKLARI

Türkiye için risk sermayesi, uygulanması konusunda yaşanan sorunların ve bu sorunların giderilmesi için neler yapılması gerektiğinin tartışıldığı, uzun yıllar önce hukuk sistemimize girmiş ve belirli bir düzeyde de olsa kullanılmış olmasına rağmen, halen özellikle KOBİ'ler başta olmak üzere, birçok şirket yöneticisinin haberdar olmadığı ve kullanımının yaygınlaştırılmaya çalışıldığı bir finansman modeli konumundadır. Buna paralel olarak, 2000'li yılların başı itibariyle etkin olarak işleyen bir risk sermayesi sektörü Türkiye'de mevcut değildir.

Risk sermayesinin tüm ülkeler için olduğu gibi Türkiye'de de başarılı bir şekilde uygulanması, bir takım koşulların mevcudiyeti ile mümkündür. Bu koşulların 2000'li yılların başı itibariyle Türkiye'de ne ölçüde var olduğunun veya bu koşulların hazırlanabilme olanaklarının ortaya konulması, risk sermayesinin Türkiye açısından uygulanabilirliğinin belirleyicisi olacaktır. Bu doğrultuda Türkiye'de risk sermayesinin uygulanma olanaklarının belirlenebilmesi için incelenmesi gereken hususlar şu şekilde sıralanabilir:

1-Türkiye'nin risk sermayesi altyapısını belirleyen teknolojik yenilik yaratma, girişimcilik ve risk sermayesi fon yapısı,

2-Türkiye'nin finansal ve ekonomik yapısının, mevzuatlarının ve yatırımlardan çıkış ortamının risk sermayesine uygunluğu.

4.5.1. Türkiye'nin Risk Sermayesi Altyapısı

Risk sermayesi temel olarak; teknolojik yenilik, girişimci ve risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları kavramlarından oluşmaktadır. Yani bir risk sermayesi yatırımının altyapısını bu üç temel kavram oluşturmaktadır. Bu nedenle Türkiye'nin girişimcilik kültürü, yeni teknoloji yaratma kapasitesi ve risk sermayesi fon yapısı, risk sermayesi finansman modelininin Türkiye'deki uygulanabilirliğinin temelini oluşturmaktadır.

4.5.1.1. Türkiye'nin Girişimcilik Kültürü

Ülke ekonomilerinin büyük bir kısmının liberal bir yapıda işlemesi ve ülkelerin gelişme ve/veya kalkınma düzeylerinin girişimcilik potansiyelleri doğrultusunda yarattıkları şirketler ve markalar paralelinde seyretmesi, girişimcilik performanslarını ülkeler açısından önemli kılmaktadır. Başarılı bir girişimcilik kültürünün varlığı, ülkelerin ekonomik anlamda istenen hamleleri yapmalarını kolaylaştıran bir unsurdur. Benzer şekilde risk sermayesi yatırımlarının gelişimi de bu durumdan olumlu olarak etkilenmekte ve risk sermayesi yatırımları da yine devamında ekonomilerin büyümesine ve gelişmesine olumlu yönde katkı yapmaktadır.

Risk sermayesi için kritik bir öneme sahip olan girişimcilik kültürü ve performansı; iş kurma prosedürleri, şirketleşme konusundaki yasal mevzuatlar, eğitim düzeyi, demografik yapı, vergi sistemi, çalışma yasaları, fikri mülkiyet hakları, sosyo-kültürel yapı, teknoloji düzeyi, politik altyapı, girişimci destek ve teşvik mekanizmaları, finansal olanaklar vb. birçok faktörden etkilenmektedir. Bütün bu faktörlerin Türkiye açısından incelenmesinin başlı başına bir araştırma konusu olmasından ötürü, burada Türkiye'nin girişimcilik yapısı hakkında fikir veren ancak temel birkaç veriye değinilmiştir. Bu konuda Birleşmiş Milletler (United Nations, BM), TÜİK, OECD ve Global Girişimcilik Platformunun (Global Entrepreneurship Monitor, GEM) verilerini içeren Tablo 4.12, Türkiye'nin girişimcilik kültürü hakkında bir fikir verir niteliktedir.

Tablo 4.12. Türkiye'nin Bazı Ülkelerle Karşılaştırmalı Girişimcilik Göstergeleri

Her 100 Yetişkin İçindeki Girişimci Sayısı (2001)							
Türkiye	Japonya	İsrail	İngiltere	ABD	İrlanda	Güney Kore	Meksika
4,6	5,1	6	7,7	11,7	12	15	18,7

Sağlık, Eğitim ve Yaşam Standartları Doğrultusunda Hazırlanan İnsani Gelişim Endeksi'ne Göre 49 Ülkeyi İçeren Sıralama (1999)								
Norveç	ABD	Japonya	Fransa	İngiltere	Yunanistan	Meksika	Türkiye	Çin
1.	4.	9.	11.	14.	23.	36.	44.	45.

Bürokrasinin İş Kurmayı Kolaylaştırması Açısından 49 Ülkeyi İçeren Sıralama (1999)								
Singapur	ABD	İsrail	Güney Kore	Japonya	İngiltere	Çin	Almanya	Türkiye
1.	12.	22.	25.	28.	29.	31.	33.	39.

Açılan İş Yeri Sayısının Toplam İş Yeri Sayısına Oranı (%)			
Finlandiya (1986-1991)	İsveç (1987-1992)	ABD (1984-1991)	Türkiye (1995-1999)
11,2	16,8	13,6	3,5

Kaynak: Dilek Çetindamar, "Türkiye'de Girişimcilik", *2002 Yılı TÜSİAD Raporları*, 2002, http://www.tusiad.org/turkish/rapor/girisimcilik/girisimcilik.pdf (24 Mart 2007), ss. 64, 95.

Bu verilerin yanı sıra, Türkiye'nin girişimcilik kültürünü yansıtabilecek şu bilgiler verilebilir:

-IFC ve Yabancı Yatırım Danışmanlık Servisinin (Foreign Investment Advisory Service, FIAS) yapmış olduğu çalışmaların verilerinden, Türkiye İşveren Sendikaları Konfederasyonunun(TİSK) 2001 yılında derlediği bulgulara göre; Türkiye'de işletme faaliyetine ilişkin zamanın %20'si bürokratik engeller nedeniyle harcanmaktadır. Bu oran Orta ve Doğu Avrupa ülkelerinde %8, Latin Amerika ülkelerinde %4'tür. Ayrıca Tablo 4.12'deki insani gelişim endeksi sıralaması 173 ülkeyi kapsayacak şekilde genişletildiğinde, Türkiye bu endeks açısından 85. konumda bulunmaktadır. Türkiye bu konuda Küba, Malezya, Libya ve Ermenistan'dan daha kötü durumda, Avrupa'da ise sadece Arnavutluk ve Moldova'dan iyi konumdadır[140].

-TOBB'nin ticaret sicili verilerine göre; 2007 yılının ilk 4 ayında açılan şirket sayısında geçen yılın aynı dönemine kıyasla %1,31 oranında azalma olurken, kapanan şirket sayısında ise %11,5'lik bir artış yaşanmıştır[141].

[140] Dilek Çetindamar, "Türkiye'de Girişimcilik", *2002 Yılı TÜSİAD Raporları*, 2002, http://www.tusiad.org/turkish/rapor/girisimcilik/girisimcilik.pdf (24 Mart 2007), ss. 64, 95.

[141] "TOBB'nin Açılan Kapanan Şirket İstatistiklerine Göre", *Duyurular*, 2007, http://www.ticaretsicil.gov.tr/haber_goster.php?hid=1357&ser=9 (8 Mayıs 2007).

-Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) - Sabancı Üniversitesi Rekabet Forumu tarafından hazırlanan "Uluslararası Kıyaslama Çalışmaları: 2004 Yılında Türkiye" adlı araştırmanın sonuçlarına göre; 2002 yılı itibariyle Türkiye'de "*İş Kurma Maliyeti / Kişi Başına Düşen GSMH*" oranı %37'dir. Bu oran, araştırmadaki ülkeler ortalaması olan %10'un çok üstündedir. Örnek olarak bazı ülke oranları sırasıyla; Macaristan %64, Meksika %19, Japonya %11, Almanya %6, Finlandiya %3, ABD %1, İsveç ve Kanada %1, şeklindedir[142].

Bütün bu veriler ışığında, Türkiye'nin girişimcilik kültürü ve performansına ilişkin şu tespitler yapılabilir:

1-Türkiye'nin girişimcilik açısından sorunlar yaşayan bir ülke olduğu ve bu durumun Türkiye risk sermayesi sektörünün dünyadaki görece gelişmemişliğine paralellik gösterdiği söylenebilir.

2-Türkiye'nin girişimcilikle ilgili verilerinin risk sermayesinin çok gelişmiş olduğu ABD, İngiltere, Japonya, İsrail, İsveç vb. ülkelerin yanı sıra, kendisinden daha küçük ekonomiler olan Finlandiya, Norveç, İrlanda ve Yunanistan gibi ülkelerden de kötü olması, Türkiye risk sermayesi sektörünü girişimcilik açısından olumsuz olarak etkileyebilecek bir durum olarak göze çarpmaktadır.

4.5.1.2. Türkiye'nin Yeni Teknoloji Yaratma Kapasitesi

Bir ülkenin teknoloji yaratma kapasitesi değerlendirilirken, AR-GE yoğunluğu, patent sayıları, bilimsel yayın sayısı, internet kullanım oranı, bilgisayar kullanım oranı, eğitimli insan sayısı vb. kriterler kullanılmaktadır. Dünya Ekonomik Forumu (World Economic Forum) tarafından her yıl bu kriterler doğrultusunda hazırlanan Küresel Rekabetçilik Raporu(Global Competitiveness Report)'nun teknolojik yenilik endeksine göre; Türkiye 2004(değerlendirmeye alınan toplam ülke sayısı 104) ve 2005(değerlendirmeye alınan toplam ülke sayısı 117) yıllarında 56. sırada bulunmaktadır[143]. Bu sıra, Türkiye'nin yeni teknolojilerin yaratılması konusunda önemli bir konumda bulunmadığını gösteren önemli bir veridir. Bunun yanı sıra,

---

[142] "İş Kurma Maliyeti", *Uluslararası Kıyaslama Çalışmaları: 2004 Yılında Türkiye*, 2005, http://ref.advancity.net/IcSayfa.aspx?kodal=138 (8 Mayıs 2007).

[143] "Türkiye'nin Rekabet Gücü Sıralamasındaki Yükselişi Umut Verici", *Basın Bülteni*, 2005, http://ref.advancity.net/En/dokumanlar/press_release_2005_tr.pdf, (1 Nisan 2007), s. 1.

Türkiye'nin AR-GE yoğunluğuna ilişkin rakamlar da Türkiye'nin yeni teknoloji yaratma kapasitesine ilişkin önemli bir veri konumundadır.

Tablo 4.13. Gayri Safi AR-GE Harcamalarının GSYİH İçerisindeki Payı (%)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
AB-25*	1,72	1,72	7,72	1,73	1,77	1,80	1,83	1,86
OECD-30**	2,09	2,11	2,13	2,16	2,19	2,23	2,28	2,26
Türkiye	0,38	0,45	0,49	0,50	0,63	0,64	0,72	0,66

Kaynak: Ramazan Taş, "AR-GE Yoğunluğu-Rekabet Gücü İlişkisi Açısından Türkiye-AB Karşılaştırmalı Analizi", *20. Türkiye Maliye Sempozyumu*, 2005, http://maliyesempozyumu.pamukkale.edu.tr/ rtas.pdf (24 Mart 2007), s. 7.

* AB-25 Ülkeleri: Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Danimarka, İrlanda, İngiltere, Yunanistan, Portekiz, İspanya, Avusturya, Finlandiya, İsveç, Güney Kıbrıs Rum Kesimi, Çek Cumhuriyeti, Estonya, Macaristan, Letonya, Litvanya, Malta, Polonya, Slovakya, Slovenya.

** OECD-30 Ülkeleri: Avusturya, Belçika, Kanada, Danimarka, Fransa, Almanya, Yunanistan, İzlanda, İrlanda, İtalya, Lüksemburg, Hollanda, Norveç, Portekiz, İspanya, İsveç, İsviçre, Türkiye, İngiltere, ABD, Avustralya, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, Macaristan, Japonya, Meksika, Yeni Zelanda, Polonya, Slovakya, Güney Kore.

Tablo 4.13'de görüldüğü üzere Türkiye'nin AR-GE yoğunluğu, AB-25 ve OECD-30'a kıyasla çok düşük seviyededir. 2002 yılı verilerine göre; AB-25 ve OECD-30'un ARGE harcamaları, Türkiye'den sırası ile 2,81 ve 3,42 kat daha yoğundur. Ancak 1995-2002 yılları arasında gerçekleşen AR-GE yoğunluğu artışı Türkiye'de çok daha iyi seviyededir. 1995-2002 yılları arasında AR-GE yoğunluğu AB-25 ve OECD-30'da 1,08 kat artarken, Türkiye'de 1,73 katlık bir artış gerçekleşmiştir. Bu durum Türkiye'deki AR-GE harcamalarının olumlu yönde geliştiğini göstermektedir.

AR-GE harcamalarının yoğunluğu dışında, Türkiye'nin bilimsel yayın ve patent sayıları bakımından dünyadaki yeri de Türkiye'nin yeni teknoloji yaratma kapasitesine ilişkin önemli göstergelerdir. Bu doğrultuda Tablo 4.14, TÜİK, TÜBİTAK ve Ankara Ticaret Odası(ATO) verilerinden derlenmiştir. Tablo incelendiğinde, Türkiye'nin bilimsel yayın sayısının çok hızlı bir şekilde arttığı ve Türkiye'nin bu konuda dünya ülkeleri arasındaki yerinin yukarılara doğru çıktığı görülmektedir. Ancak patent sayıları açısından Türkiye için olumlu veriler bulunmamaktadır. Türkiye'de tescil edilen patent sayılarındaki artış içerisinde yerli patentlerin katkısı çok sınırlı düzeydedir. Ayrıca Türkiye, yerli patent sayısı konusunda dünya ortalamasının çok altında bulunmaktadır. Türkiye için bilimsel

yayınlar konusunda mevcut olan olumlu ortam, patent verileri söz konusu olduğunda yerini olumsuz bir görüntüye bırakmaktadır.

Tablo 4.14. Türkiye'nin Bilimsel Yayın ve Patent Sayılarına İlişkin Veriler

Türkiye Kaynaklı Bilimsel Makale Sayısı							
1999		2001		2003		2005	
3.313		4.491		7.592		12.492	
Bilimsel Yayın Sayısı Bakımından Türkiye'nin Dünya Sıralamasındaki Yeri							
1999		2002		2003		2005	
25.		25.		22.		19.	
Türkiye'de Yıllara Göre Patent Tescilleri							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Yerli	23	58	73	93	68	95	122
Yabancı	1.113	2.051	1.711	1.087	1.868	3.077	4.183
Toplam	1.136	2.109	1.784	1.180	1.936	3.172	4.305
Bir Milyonluk Nüfus Başına Düşen Yerli Patent Sayısı (2004)							
Japonya	ABD	Almanya	İngiltere	Avusturya	Macaristan	Türkiye	Dünya Ortalaması
2.884	645	587	320	275	75	62	148

Türkiye'nin teknolojik yenilik yapma kapasitesinin ortaya konulması açısından, bir araştırma ve danışmanlık kuruluşu olan META Grup (META Group)'un yapmış olduğu araştırma sonuçları dikkat çekicidir. META Grup'un yaptığı ve 49 ülkenin sıralandığı araştırmanın sonucuna göre; Türkiye teknolojik yenilik yapma indeksi açısından, 2002 yılında 2000 yılındaki konumu olan 45.'likten beş basamak yukarı çıkmış ve 40. sırada yer almıştır. Türkiye'nin bu indeks açısından kendisinden çok daha küçük ekonomilere sahip ülkelerden daha aşağı sıralarda olduğu, Tablo 4.15'de görülmektedir. Bu araştırma, Türkiye'nin teknolojik yenilik yapma konusunda oldukça sıkıntılı bir ülke olduğunu gösterir niteliktedir.

Tablo 4.15. Teknolojik Yenilik Yapma Kapasitesi Açısından 2002 Yılı Ülke Sıralamaları

Japonya	ABD	İzlanda	Slovenya	Slovakya	Estonya	Macaristan	Şili	Türkiye
1.	2.	9.	23.	30.	31.	32.	39.	40.

Kaynak: TİSK, "Türkiye'nin Bilgi Ekonomisi Yarışındaki Yeri", *TİSK Yayınları*, http://www.tisk.org.tr/yayinlar.asp?sbj=ic&id=683 (2 Nisan 2007).

Türkiye'deki KOBİ'lerin ne oranda teknolojik yenilik yaratma çabası içerisinde oldukları da Türkiye risk sermayesi sektörü için önem taşıyan bir husustur. Çünkü risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları için, teknolojik yenilikler yaratarak çok hızlı bir şekilde büyüyen KOBİ'lerin mevcudiyeti hayati bir önem taşımaktadır. Tablo 4.16'da, çalışan sayısına göre sınıflandırılan Türkiye'deki şirketlerin teknolojik yenilik yapma oranları görülmektedir. Büyük şirketlerin teknolojik yenilik yapma oranlarının daha çok olması, Türkiye risk sermayesi sektörü için bir olumsuzluk olarak gözükmektedir. Ancak yine de, Türkiye'deki şirketlerin %98,8'inin KOBİ olması (bkz. Tablo 1.1, s.9) doğrultusunda, önemli miktardaki KOBİ'nin teknolojik yenilik yaratma çabası içerisinde olduğu belirtilebilir.

Tablo 4.16. Büyüklük Grubuna Göre Türkiye'deki Şirketlerin 2002-2004 Yılları Arasında Teknolojik Yenilik Yapma Oranları

Büyüklük Grubu (Çalışan Sayısı)	Teknolojik Yenilik Yapan (%)	Teknolojik Yenilik Yapmayan (%)
	Sanayi Sektörü	
10-49	31,20	68,80
50-249	46,24	53,76
250+	56,27	43,73
	Hizmet Sektörü	
10-49	24,55	75,45
50-249	30,96	69,04
250+	55,05	44,95

Kaynak: TÜİK, "2002-2004 Yılları, Faaliyet Kolları ve Büyüklük Grubuna Göre Sanayi Sektöründe Teknolojik Yenilikler", *Teknolojik Yenilik İstatistikleri*, http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=218&tb_id=2 (2 Nisan 2007).
TÜİK, "2002-2004 Yılları, Faaliyet Kolları ve Büyüklük Grubuna Göre Hizmet Sektöründe Teknolojik Yenilikler", *Teknolojik Yenilik İstatistikleri*, http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=218&tb_id=4 (2 Nisan 2007).

Bu veriler ve bilgiler ışığında, Türkiye'nin yeni teknoloji yaratma kapasitesi şu şekilde değerlendirilebilir:

1-Türkiye'nin yeni teknolojiler yaratma konusunda çok önemli aşamalar kaydetmesi gerektiği söylenebilir. Bu nedenle risk sermayesi fonlarının, yatırım yapılabilecek yeni teknoloji üreten şirketler bulma konusunda çeşitli sorunlarla karşılaşabilecekleri belirtilebilir.

2-Bilimsel yayın açısından dünyanın en önemli 20 ülkesi içerisine giren Türkiye'nin bilimsel kaynaklı makale sayısı da çok hızlı bir şekilde artmaktadır. Ancak bunun yanında, ulusal patent sayısı açısından Türkiye'nin dünyadaki yerinin yok denecek kadar az olması nedeniyle, Türkiye'deki bilimsel çalışmaların yaratıcılıktan uzak olduğu tespiti yapılabilir. Türkiye'nin bilimsel kaynaklı yayın konusundaki yükselen konumunun yeni teknolojilerin yaratılmasına ve yerli patent sayısına yansıtılmasında Türk bilim adamlarına ve üniversitelere önemli görevler düşmektedir.

3-Türkiye'de tescil edilen patentlerin çok büyük bir kısmının yabancı kaynaklı olması, Türkiye'nin teknoloji üreten değil, teknoloji transfer eden bir ülke olduğuna yönelik bir işaret olarak görülebilir. Nitekim 2006 yılında tescil edilen 4.305 patent içerisinde yerli ve yabancı patentlerin oranı sırasıyla; %2,83 ve %97,17'dir.

4-Türkiye'nin AR-GE harcamaları istenen seviyede değildir. Dünyanın en büyük yirmi ekonomisinden birisi olan Türkiye'de, AR-GE harcamalarının GSYİH içerisindeki payı göreceli olarak düşük seviyededir. Ancak AR-GE harcamalarındaki artış hızının AB-25 ve OECD-30 ortalamalarından daha yüksek olması, ilerleyen yıllarda Türkiye'nin yeni teknolojiler yaratma kapasitesinin artabileceğine yönelik olumlu bir gelişmedir. Türkiye'de AR-GE harcamalarının gelişmesi için, devletin finansal desteklerine ek olarak, özel kesimin AR-GE faaliyetlerini destekleyecek ve teşvik edecek düzenlemelerin ayrıntılı bir şekilde ele alınması önemlidir. Çünkü AR-GE açısından büyük oranda devletin finansal desteğine dayanan bir düzen, herhangi bir ekonomik sıkıntı ortamında devletin bu konuya ayırdığı kaynakları kısması veya kesmesi nedeniyle istenen şekilde çalışmayacaktır.

5-Türkiye'de 2002-2004 yılları arasında çalışan sayısına göre büyük ölçekli olarak sınıflandırılan işletmeler, KOBİ'lere kıyasla oransal olarak daha fazla teknolojik yenilik yapmışlardır. Buna rağmen Türkiye'deki işletmelerin %98,8'inin KOBİ olması (bkz. Tablo 1.1, s.9) nedeniyle, çok büyük miktarda KOBİ'nin teknolojik yenilik yapma çabası içerisinde olduğu söylenebilir. Bu durum Türkiye risk sermayesi sektörüne ilişkin olumlu bir göstergedir.

4.5.1.3. Türkiye'nin Risk Sermayesi Fon Yapısı

Türkiye risk sermayesi sektörü hukuksal açıdan GSYO'lar odaklı bir yapıya sahiptir. Yani Türkiye risk sermayesi sektöründeki temel risk sermayesi fonları

GSYO'lardır. Bu nedenle GSYO sisteminin etkili bir şekilde uygulanması, Türkiye risk sermayesi sektörü için önem taşımaktadır.

GSYO'lar, tasarruf sahiplerine çeşitli avantajlar sağlamaktadırlar. Bu avantajlar şu şekilde sıralanabilir:

-GSYO'ların yatırım portföyleri, konusunda uzman profesyoneller tarafından yönetilmektedir.

-Yatırımcılar, GSYO'ların anonim şirketi olarak kurulmalarından ötürü, diğer anonim şirketlerde sahip olunan oy kullanma, tasfiye payına katılma, genel kurullara katılma vb. tüm haklara sahiptirler.

-GSYO'lar, portföylerini birden çok risk sermayesi yatırımı ve çeşitli menkul kıymetlerle çeşitlendirerek yatırımların risklerini dağıtmakta ve azaltmaktadırlar.

-GSYO'lar, dünya geneli ve ülke içerisindeki gelişen ve beklenen trendler doğrultusunda yüksek getiri sağlayabilecek girişim fırsatlarını yakından takip etmektedirler.

GSYO'ların tasarruf sahiplerine sunduğu bu avantajlar, risk sermayesi yatırımları için kullanılabilecek fonların artarak gelişmesi açısından önemli gözükmektedir. Ancak bu durum, GSYO'ların başarılı yatırımlar yaparak kârlı şirketler şeklinde faaliyette bulunabilmelerine ve bu doğrultuda GSYO'ların çıkarmış olduğu menkul kıymetlerin, tasarruf sahiplerininin yatırım tercihlerine girmeyi başarabilmesine bağlıdır.

GSYO'ların 2007 yılı ilk çeyrek sonuna kadar yapmış oldukları yatırımlar incelendiğinde, girişim şirketlerine yapılan ortalama yatırım tutarının 5,9 milyon YTL olduğu görülmektedir. Girişim şirketlerindeki ortalama ortaklık paylarının %42,6 olması doğrultusunda, GSYO'ların yatırım yaptıkları şirketlerin öz sermayelerinin ortalama 13,8 milyon YTL civarında olduğu düşünülebilir. Sanayi ve Ticaret Bakanlığının yapmış olduğu "*Mali bilançosu 25 milyon YTL'yi aşmayan işletmeler KOBİ'dir.*" tanımı doğrultusunda, GSYO'ların KOBİ'leri finanse ettiği düşünülebilir. Ancak GSYO'ların yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin bilançolarına ve çalışan sayılarına ulaşılamaması nedeniyle finanse edilen girişim şirketlerinin ölçeğine ilişkin

bilgilerin yokluğu, GSYO'ların KOBİ'leri finanse edip etmediği hususunda burada net bir tespit yapılmasına imkan vermemektedir.

Türkiye'nin genel risk sermayesi fon yapısına bakıldığında; risk sermayesinin temel fon kaynaklarının bankalar, banka iştirakleri ve sigorta şirketleri olduğu görülmektedir. Bu nedenle Türkiye risk sermayesi sektörünün en önemli sorunlarından birisi, emeklilik fonlarının risk sermayesi sektöründe etkin bir şekilde kullanılamamasıdır. Türkiye'de emeklilik yatırım fonları, fon varlıklarının en fazla %5'ini GSYO'lar tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatırabilmektedirler[144]. Oysa tüm dünyada risk sermayesinin kaynakları içerisinde emeklilik fonlarının payı hızlı bir şekilde artmaktadır. ABD ve Avrupa'da risk sermayesinin en önemli kaynağı emeklilik fonlarıdır. Öyleki dünyanın en önemli risk sermayesi ülkesi olan ABD, risk sermayesi yatırımları konusundaki hamlesini emeklilik fonlarının risk sermayesi sektörüne yatırım yapmalarına izin verilmesi ve bu yatırımların teşvik edilmesinden sonra gerçekleştirmiştir. Yapısı itibariyle uzun süreli risk sermayesi finansman modeli için uygun olan emeklilik fonlarının risk sermayesi yatırımlarına yönlendirilmesi, Türkiye açısından atılması gereken önemli bir adımdır.

Risk sermayesi sektörünün gelişimi açısından, kurumsal yatırımcıların portföy tercihleri de önem taşımaktadır. Risk sermayesi yatırımlarının önemli fon kaynakları olan kurumsal yatırımcıların yatırım tercihlerinde sabit getirili menkul kıymetleri daha çok tercih etmeleri, risk sermayesi yatırımlarına yönelebilecek muhtemel fonları azaltabilecek bir durumdur. Türkiye'deki kurumsal yatırımcıların sabit getirili menkul kıymetleri portföylerinde daha az tercih etmeye başladıkları, OECD verilerinden oluşan Tablo 4.17'de görülmektedir. Ancak tercihlerde yaşanan bu yöndeki değişimin risk sermayesi açısından daha olumlu hale gelmesi, ülkenin makro ekonomik yapısında bu konuyu destekleyecek gelişmelerin yaşanmasına ve bu gelişmelerin istikrarlı bir şekilde sürdürülmesine bağlıdır. Aksi halde, yaşanan makro ekonomik dengesizlikler ve olumsuzluklar kurumsal yatırımcıları sabit getirili menkul kıymetlere yöneltecek ve risk sermayesi yatırımlarında kullanılabilecek muhtemel fonları bu menkul kıymetlere bağlayacaktır.

[144] "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik", *Sermaye Piyasası Mevzuatı*, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html (3 Nisan 2007), kısım VI.

Tablo 4.17. Türkiye'deki Kurumsal Yatırımcıların Portföy Dağılımı

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Hisse Senedi	6%	6%	11%	5%	8%	8%
Sabit Getirili Menkul Kıymetler	77%	81%	70%	61%	61%	68%
Nakit ve Mevduat	3%	3%	4%	8%	8%	4%
Finansal Olmayan Varlıklar	14%	10%	15%	26%	23%	20%

Kaynak: Güler Aras ve Alövsat Müslümov, **Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği,** İstanbul: KYD Yayınları, 2003, s. 50.

Son olarak, yabancı kaynaklı risk sermayesi yatırımcılarının Türkiye'de yatırım yapma koşullarının kolaylaştırılmasının, Türkiye'nin risk sermayesi fon yapısının çeşitlendirilmesi açısından önem arz ettiği belirtilmelidir. Risk sermayesi fonlarının son yıllarda çok büyük miktarlara ulaştığı ve bu fonların uluslararasılaşarak sınır ötesinde yatırım fırsatları aradığı görülmektedir. Örneğin Singapur'da, sanayi işletmelerinin risk sermayesi şirketleri aracılığı ile yüksek teknoloji içeren girişimlere başlangıç aşamasında yatırım yapabilmeleri için çeşitli birimler kurulmuştur[145]. Yabancı kaynaklı risk sermayesi fonlarının AFM, Superonline ve BİM'e yaptıkları önemli yatırımlar, Türkiye'de bu konuda yaşanan gelişmelerdir.

Sonuç olarak Türkiye'nin risk sermayesi fon yapısına ilişkin şu değerlendirmeler yapılabilir:

1-GSYO'ların kuruluş ve faaliyetlerine ilişkin ilk düzenlemenin yapıldığı 1993 yılından 2007 yılına kadar 3 GSYO kurulmuş ve bu GSYO'lar toplam 12 girişim şirketine yatırım yapmışlardır. Yatırım sayıları faaliyet süreleri ile ağırlıklandırıldığında, GSYO'lar 1996-2007 ilk çeyrek arasında sadece 2,05 yılda bir tane risk sermayesi yatırımı yapmışlardır. 12 senelik periyot için bu rakamlar çok düşük seviyededir.

2-Risk sermayesinin gelişmiş olduğu ülkelere bakıldığında, risk sermayesinin en önemli fon kaynağının emeklilik fonları olduğu görülmektedir. Yapısı itibariyle risk sermayesi için uygun bir fon kaynağı olan emeklilik fonlarının risk sermayesi sektörüne aktarılamamış olması, Türkiye risk sermayesi sektörü için önemli bir sorundur.

[145] Halil İ. Karabulut, "Teknoloji Transferinde Stratejik Bir Yaklaşım: Uluslararası Risk Sermayesi", **TMMOB Sanayi Kongresi Bildirileri 2001 "Küreselleşme ve Sanayileşme"**, Ankara, 2002, s. 152.

3-Türkiye'deki kurumsal yatırımcıların portföyleri büyük oranda sabit getirili menkul kıymetlerden oluşmaktadır. Türkiye'deki kurumsal yatırımcılar 1995-2000 yılları arasında portföylerinin yılda ortalama %69,66'sını sabit getirili menkul kımetlere yatırmışlardır. Bu durum, kurumsal fonların risk sermayesi yatırımlarına yönelimi açısından olumsuz bir görüntü oluşturmaktadır. Ancak kurumsal yatırımcıların portföyleri içerisinde sabit getirili menkul kıymetlerin oranının azalmaya başlaması, fonların uzun süreli risk sermayesi yatırımlarına doğru yaşayabileceği muhtemel bir yönelim açısından olumlu bir gelişme olarak düşünülebilir.

4-Yabancı risk sermayesi fonlarının Superonline, BİM, AFM, Uno ve Intercity'ye yapmış oldukları önemli yatırımlar, yabancı kaynakların Türkiye risk sermayesi sektörüne çekilebileceği yönündeki önemli göstergelerdir.

4.5.2. Türkiye'nin Finansal ve Ekonomik Göstergelerinin Risk Sermayesine Uygunluğu

Risk sermayesi yatırımları, uzun süreli yatırımlar olmaları nedeniyle, ülkelerin finansal ve makro ekonomik verilerinden ve bu verilerde meydana gelen değişmelerden doğrudan etkilenmektedirler. Devletin iç piyasaya borçlanarak yatırımlara yönelebilecek fonları piyasadan çekmesi, enflasyon ve faiz oranlarının yüksekliği, bu oranlarda meydana gelen dalgalanmalar ve bu yöndeki olumsuz beklentiler, risk sermayesi yatırımlarını kötü yönde etkileyen durumlardır. Ekonomik ve finansal istikrarsızlıklar, yatırımcıların uzun süreli yatırımlardan kaçınarak kısa süreli ve/veya sabit getirili yatırımlara yönelmelerine sebep olmaktadır. Bu nedenle, bir finansman yöntemi oluşunun yanı sıra, reel bir yatırım olan risk sermayesi yatırımlarının gelişimi için sağlıklı ve istikrarlı bir ekonomik yapının varlığı önem kazanmaktadır. Bu doğrultuda Hazine Müsteşarlığı, Merkez Bankası, TÜİK ve İMKB verilerinden derlenen Tablo 4.18, Türkiye'nin finansal ve ekonomik göstergelerinin risk sermayesine uygunluğunun sınanması amacıyla oluşturulmuştur.

Tablo 4.18. Türkiye'ye İlişkin Bazı Finansal ve Ekonomik Veriler

GSMH'daki Reel Büyüme										
1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
7,12	8,29	3,85	-6,08	6,33	-9,53	7,93	5,86	9,85	7,64	5,96

Tablo 4.18. (Devam) Türkiye'ye İlişkin Bazı Finansal ve Ekonomik Veriler

Enflasyon Rakamları							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
TEFE	32,7	88,6	30,8	13,9	13,84	2,66	11,58
TÜFE	39,0	68,5	29,7	18,4	9,32	7,72	9,65

Faiz Oranları					
	2001	2002	2003	2004	2005
Merkez Bankası Ağırlıklı Basit Faiz Oranı	93,2	49,5	36,1	21,8	14,8
YTL Mevduat Faizi	62,5	48,2	28,6	22,1	20,4
Döviz Tevdiat Hesabı Faizi (USD)	10,1	4,4	4,6	4,5	5,2
Döviz Tevdiat Hesabı Faizi (€)	-	5,2	5,4	5,2	4,9

Finansal Yatırım Araçlarının TÜFE İle İndirgenmiş Reel Getirileri				
	2004	2005	2006	2007 (Şubat Aylık)
Külçe Altın	-3,0	2,95	18,38	2,90
Avro	-2,8	-20,44	7,52	-1,81
Dolar	-10,9	-10,14	-3,42	-2,53
Borsa Endeksi	25,3	50,67	-7,52	-
Mevduat Faizi	16,0	6,90	5,06	0,98

GSYO'ların Sonuçlanan Risk Sermayesi Yatırımlarının Ortalama Yıllık Getirisi (1996-2007 İlk Çeyrek)
%38

Türkiye ekonomisinin özellikle 2002-2006 yılları arasında istikrarlı bir şekilde büyüdüğü (ortalama yıllık reel büyüme %7,44) görülmektedir. Türkiye'nin enflasyon ve faiz oranlarında da istikrarlı bir düşüş gözlenmektedir. Türkiye'deki rakamların, 2008-2010 gibi AB'nin enflasyon ve faiz ortalamalarına yaklaşması beklenmektedir. Bu istikrar ve uzun seneler Türkiye'ye hakim olan yüksek enflasyon ve faiz beklentilerinin kırılması, risk sermayesi yatırımlarını olumlu yönde etkileyebilecek gelişmelerdir. Bu gelişmeler, hem yurt içindeki fonların risk sermayesi yatırımlarına olan yöneliminin sağlanabilmesi, hem de yabancı risk sermayesi fonlarının ülkemize çekilebilmesi açısından sevindiricidir.

Finansal yatırım araçlarının getirileri de risk sermayesi yatırımlarını etkileyebilecek bir diğer unsurdur. Yüksek getiri amaçlayan risk sermayesi yatırımlarına olan eğilimin

artması, finansal yatırım araçlarının getirilerinin bu gelişimi desteklemesine de bağlı olmaktadır. Enflasyon ve faiz oranlarında yaşanan olumlu ortamın yanında, finansal yatırım araçlarının getirileri açısından durum biraz daha karışıktır. Tablo 4.18'e bakıldığında, birçok finansal aracın yıllık getirisinin GSYO'ların sonuçlanan yatırımlarının getirisinden daha düşük seviyede olduğu görülmektedir. Bu durum, yatırımcıların yatırım tercihlerinde risk sermayesini daha çok düşünmelerini ve kullanmalarını destekleyecek düzeydedir. Ancak VGSYO'nun risk sermayesi yatırımı yaptığı şirketlerden ikisinin 2007 yılı içerisinde tasfiye sürecinde olması ve diğeri için zararla sonuçlanacak bir miktarla çıkış kararının verilmesi, risk sermayesi ile ilgili düşünceleri olumsuz yönde etkileyebilecek bir durumdur. Ayrıca GSYO'ların yıllık getiri rakamı olan %38'lik değerin yalnızca iki yatırımı kapsaması nedeniyle sağlıklı bir veri olmaması ve elimizde Türkiye'de yapılan tüm risk sermayesi yatırımlarının getirilerine ilişkin verinin bulunmaması, bu konuda net ve somut bir karşılaştırma ve değerlendirme yapılmasına imkan vermemektedir. Yine de risk sermayesinin mevcut finansal araçlara yatırım yapılarak elde edilemeyecek düzeyde yüksek kâr elde etmeyi amaçlayan yapısı doğrultusunda, finansal araçların getirilerinin risk sermayesinin Türkiye'deki gelişimini olumsuz olarak etkileyecek bir düzeyde olmadığı, tespiti yapılabilir.

Risk sermayesi sektörü için kritik bir nokta da kamunun finansman yapısıdır. Çünkü kamusal açıkların kapatılamaması ve bu açıkların iç borçlanma ile finanse edilmesi durumunda, ülkedeki reel yatırımlara yönlenebilecek tasarruflar devlet tarafından toplanmış olmaktadır. Bu nedenle kamunun finansmanının sağlıklı bir yapıya kavuşturularak devletin piyasadaki tasarrufları emmesinin önlenmesi, risk sermayesi finansman yönteminin gelişmesi açısından çok önemlidir[146]. Hazine Müsteşarlığının istatistiklerinden oluşturulan Tablo 4.19'daki Türkiye'nin iç borçlanma yapısına ilişkin veriler, bir karşılaştırmanın ve değerlendirmenin yapılabilmesi amacıyla GSMH rakamları ile ilişkilendirilerek verilmiştir. Tabloda görüldüğü üzere, yıllık iç borçlanma tutarları zaman zaman bir önceki yıla göre azalma gösterse de; iç borçlar GSMH'daki artışlardan çok daha büyük oranlarda artmaktadır. Türkiye'nin iç borç stoğunun da hızlı bir şekilde arttığı görülmektedir. 2004 yılında

[146] Kemalettin Çonkar, "Risk Sermayesi Finansman Yönteminin Küçük ve Orta Boy İşletmeler Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği", ***I. Orta Anadolu Kongresi "KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları"***, http://www.iibf.eunev.edu.tr/yayinlar/OAK.pdf (12 Şubat 2007), s. 38.

GSMH'nin %55,88'i kadar bir tutar, piyasalarda yatırımlara yönelebilecekken, devlet tarafından borç olarak toplanmıştır. Bu durum tüm reel yatırımlar için olduğu gibi, risk sermayesi yatırımları açısından da olumsuz bir görüntüdür.

Tablo 4.19. Hazine'nin İç Borç Rakamlarına İlişkin Veriler

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2005 (2003'e kıyasla)
İç Borç Olarak Borçlanılan Tutarın Bir Önceki Yıla Göre Değişimi (%)	83,21	112,20	-9,57	167,29	-25,77	145,40	-50,28
GSMH'daki Yıllık Reel Değişim (%)	3,85	-6,08	6,33	-9,53	7,93	5,86	18,25

Türkiye'nin İç Borç Stoğunun GSMH'ya Oranı (%)						
1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
17,91	22,67	26,99	57,66	50,20	58,22	55,88

Sonuç olarak Türkiye'nin finansal ve makro ekonomik yapısı, risk sermayesi açısından şu şekilde değerlendirilebilir:

1-Türkiye'de özellikle 2002 yılından itibaren yaşanan enflasyon ve faiz oranlarındaki istikrarlı düşüşler ve Türkiye ekonomisinin istikrarlı bir büyüme yapısına kavuşması ve bunun devamına yönelik olumlu beklentiler, Türkiye'nin risk sermayesi yatırım ortamı için olumlu gelişmelerdir. Ancak bu ortamın korunması ve sürdürülmesi hususunda, hükümetlere, muhalefet gruplarına ve sivil toplum örgütlerine büyük görevler düşmektedir.

2-Türkiye'deki tüm risk sermayesi yatırımlarının getirilerine ilişkin veriye ulaşılamadığı için, menkul kıymet getirilerinin risk sermayesine uygunluğu açısından net bir değerlendirmenin yapılması mümkün değildir. Ancak risk sermayesi yatırımlarının yapısında bulunan yüksek getiri potansiyeli doğrultusunda, Türkiye'deki menkul kıymet getirilerinin risk sermayesi yatırımlarının gelişimi için uygun olduğu belirtilebilir.

3-Kamunun finansmanı açısından Türkiye'nin durumu, risk sermayesi sektörünün gelişimi konusundaki en önemli sorunlardan birisidir. Kamu açıklarının iç borçlanma ile finansmanı, yatırımcılara risksiz ve sabit getirili bir yatırım aracı alternatifi sunmaktadır. İç borçlanma ile emilen ülke tasarrufları, bir bakıma uzun süreli yatırımlara yönenebilecek fonları saptırmaktadır. Bu nedenle iç borçların kontrol altına

alınması ve kamunun finansmanının sağlıklı bir yapıya kavuşturulması, risk sermayesi sektörünün gelişimi için önemli bir hamle olacaktır.

4.5.3. Türkiye'nin Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış Ortamı

Risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve fonları, yatırım yaptıkları şirket beklenen kârlılığa ulaştığında, ortaklık paylarını elverişli ortamlarda satarak yatırımlarından çıkmak isterler. Risk sermayesi yatırımlarının tüm dünyada çoğunlukla başka şirketlere satış şeklinde sonlanmasına rağmen, risk sermayesinin başarılı olma koşullarından birisi de risk sermayesi yatırımcılarının ellerindeki ortaklık belgelerini kolaylıkla satarak yatırımlarından çıkabilecekleri menkul kıymet piyasalarının varlığıdır.

Ulusal pazarların KOBİ'ler için ağır kotasyon koşulları içermesi nedeniyle, KOBİ'lerin sermaye piyasalarından fon temin edebilme olanaklarının kolaylaştırılması amacıyla tüm dünyada daha hafif kotasyon koşullarının olduğu KOBİ borsaları kurulmaktadır. Türkiye'de de bu doğrultuda kurulan piyasalar olan İUP ve YEP, araştırmanın önceki bölümlerinde ayrıntılı olarak açıklanmıştır. İUP ve YEP'nin kuruluşu, risk sermayesi yatırımlardan çıkış ortamının kolaylaştırılması ve iyileştirilmesi açısından Türkiye risk sermayesi sektöründeki olumlu gelişmelerdir. Bu gelişmelere rağmen, İUP ve YEP beklenen ilgiyi görmemiştir. Nitekim istihdam kriterine göre; 1990-2000 yılları arasında İMKB'de halka arz olan KOBİ sayısı 42 ve 2000 yılı sonu itibariyle İMKB bünyesindeki 317 şirketin 37'si KOBİ iken, Nisan 2007 tarihinde İUP ve YŞP bünyesindeki şirket sayıları sırasıyla 15 ve 3'tür[147]. İUP ve YEP'nın yanı sıra, İMKB'den ayrı bir menkul kıymet piyasası olan ve ABD'deki NASDAQ Borsası örnek alınarak kurulan KOBİ borsası niteliğindeki GİP, KOBİ'lerin sermaye piyasalarından fon temin edebilme olanaklarının arttırılması ve beraberinde de Türkiye risk sermayesi sektörünün yatırımlardan çıkış ortamının iyileştirilmesi konusunda atılan önemli bir adımdır. GİP'in 2007 yılı sonu itibariyle faaliyete geçmesi amaçlanmaktadır.

[147] Müslümov, **a.g.e.**, ss.18-19 ve Mehmet Atilla Söğüt, "Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Alternatif Finansman Yöntemleri", ***I. Orta Anadolu Kongresi "KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları"***, http://www.iibf.eunev.edu.tr/yayinlar/OAK.pdf (12 Şubat 2007), s. 103.

4.5.4. Risk Sermayesine İlişkin Mevzuatların Uygunluğu

Vergi, fikri mülkiyet haklarının korunması ve emek piyasasına ilişkin mevzuatlar ve düzenlemeler de risk sermayesinin başarılı olmasını etkileyen faktörlerdendir. Risk sermayesi yatırımlarına vergi kolaylıkları sağlayan, fikri mülkiyet haklarını sıkı bir şekilde koruyan ve özellikle erken aşamalardaki girişimler için sorun teşkil etmemesi doğrultusunda, çalışanların işten çıkarılmalarına yönelik zorluk yaratmayan mevzuat düzenlemeleri, risk sermayesi yatırımlarının teşvik edilmesi ve gelişimi açısından önemlidir.

Türkiye'de GSYO'lara ilişkin çeşitli vergi muafiyetleri ve kolaylıkları sağlanmıştır. Bu muafiyetler ve kolaylıklar şunlardır[148]:

-GSYO'ların portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisna edilmiştir.

-GSYO'ların portföy işletmeciliği kazançları için stopaj oranı %0'dır.

-GSYO'ların menkul kıymet işlem kazançlarına uygulanan vergi oranı, 23 Temmuz 2006 tarihinde %15'den %10'a düşürülmüştür.

-Gerçek kişilerin GSYO'ların hisse senetlerinin alım satımından elde ettikleri kazanca uygulanan vergi oranı, 23 Temmuz 2006 tarihinde %15'den %10'a düşürülmüştür.

Görüldüğü gibi Türkiye'de GSYO'lara çeşitli vergi muafiyetleri tanınmaktadır. Ayrıca vergi oranlarında yapılan indirimler de Türkiye risk sermayesi sektörü için olumlu gelişmelerdir.

Vergi mevzuatının yanında, Türkiye risk sermayesi sektöründe fikri mülkiyetin korunması ve iş hukuku mevzuatları açısından da olumlu bir ortam bulunmaktadır. Türkiye, fikri mülkiyet haklarının korunması konusunda Dünya Ticaret Örgütü Kuruluş Anlaşması, Paris Sözleşmesi, Madrid Protokolü, Avrupa Patent Sözleşmesi ve Ticaretle Bağlantılı Fikri Mülkiyet Hakları, Viyana, Nice, Bern, Marka Kanunu ve Patent İşbirliği Anlaşmalarını kabul etmiş ve imzalamıştır. Türkiye İş Hukuku'nun işten çıkarma hükümleri incelendiğinde de, işten çıkarmalar konusunda işverenler

[148] Deloitte Touche Tohmatsu, "Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları Vergilendirmesi", *Vergi ve Mali Mevzuat Hizmetleri*, 2007, http:// www . deloitte . com / dtt / cda / doc / content / turkey – tr _ tax _ YatirimOrt – FonVergilendirmesi _ 090307.pdf (5 Nisan 2007), s. 7.

açısından önemli zorluklar bulunmadığı görülmektedir. İşten çıkarma, iş sözleşmesinin feshinin karşı tarafa bildirilmesi ile gerçekleşmektedir. Yine de zorlayıcı olarak ifade edilebilecek hükümler şu şekilde sıralanabilir[149]:

-İş sözleşmesi işçinin ahlak ve iyiniyet kurallarına uymayan davranışları yüzünden işveren tarafından haklı nedenle feshedilmemiş ise, fesheden tarafın işçi veya işveren olmasına bakılmaksızın işçiye kıdem tazminatı ödenir.

-İş sözleşmesinin işveren tarafından feshedilmesi ve iş yargıcının feshin geçersizliğine karar vermesi durumunda işveren, dört aylık iş ücretini işçiye ödeyerek işçiyi tekrar işe alma veya dört aylık iş ücretinin ödenmesine ek olarak işçiye iş güvencesi tazminatı ödeme seçeneklerinden birini yerine getirmek zorundadır.

4.5.5. Türkiye'de Risk Sermayesinin Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi

Reel bir yatırım olan risk sermayesi, sağlıklı ve istikrarlı ekonomik koşullardan olumlu olarak etkilenen ve yine kendisi de ekonomik büyüme ve kalkınmaya olumlu olarak katkıda bulunan bir finansman modelidir. Bu nedenle risk sermayesinin gelişimi, Türkiye'nin ekonomik açıdan büyümesine önemli katkılar yapacaktır. Türkiye'deki işletmelerin büyük bir kısmının KOBİ olması, KOBİ'lerin toplam kredilerden aldıkları payın gelişmiş ülkelere kıyasla düşük bir seviyede bulunması (bkz. Tablo 1.1, s. 9) ve KOBİ'lerin önemli öz kaynak ve işletme sermayesi sorunları yaşamaları da KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümü açısından risk sermayesinin gelişimini önemli kılmaktadır.

Ancak risk sermayesinin uygulanabilirliği açısından Türkiye'nin önemli aşamalar kaydetmesi gerektiği görülmektedir. Bu konuda Meta Grup'un yaptığı bir araştırmanın sonuçları, Türkiye'de risk sermayesinin uygulanabilirliği açısından çarpıcıdır. Dünyanın önde gelen 49 ülkesinin risk sermayesinin yeterliliği açısından sıralandığı ve ABD'nin 1., İsrail'in 2. ve Hollanda'nın 3. olduğu araştırmada, Türkiye 2002 yılı verilerine göre Şili, Macaristan, Yeni Zelanda, Estonya, Yunanistan ve Slovakya gibi ülkelerin ardından 41. sırada yer almaktadır[150]. Bu konum Türkiye'nin ekonomik gücü ile bağdaşmamaktadır. Türkiye, dünyanın en büyük 20 ekonomisi içerisinde yer

[149] A. Murat Demircioğlu ve Tankut Centel, **İş Hukuku**, 9.b., Kırklareli: Beta Basım Yayım, 2003, ss.192-193.

[150] TİSK, "Türkiye'nin Bilgi Ekonomisi Yarışındaki Yeri", *TİSK Yayınları*, 2003, http://www.tisk.org.tr/ yayinlar.asp?sbj=ic&id=698 (2 Nisan 2007).

almasına rağmen, bu konumunu risk sermayesi sistemine yansıtamamıştır. Uluslararası Para Fonuna (International Monetary Fund, IMF) üye ülkeler içerisinde Türkiye, GSMH rakamları açısından 2006 yılında dünyanın 18., Avrupa'nın 9. ve Asya'nın da 5. büyük ekonomisidir. Ancak Türkiye'den daha küçük ekonomiler olan İsveç, Danimarka, Avusturya, Finlandiya, İsrail ve İrlanda gibi ülkelerin risk sermayesi sektörlerinin çok daha gelişmiş oldukları görülmektedir. Bu bakımdan Türkiye, özellikle son on yıl içerisinde küreselleşmeye başlayan dünyadaki risk sermayesi pastasından ekonomik gücü ve büyüklüğü oranında pay almamaktadır.

Türkiye'nin risk sermayesi altyapısı değerlendirildiğinde, Türkiye'nin girişimcilik, yeni teknoloji yaratma ve risk sermayesi fon yapısı açısından önemli hamleler yapması gerektiği görülmektedir. Girişimcilik kültürünün, yeni teknolojiler yaratma kapasitesinin ve risk sermayesi fon yapısının zayıf olduğu ekonomilerde risk sermayesi sektörünün yerleşip gelişmesi imkansızdır. Türkiye bütün bu faktörler açısından önemli sorunlar yaşayan bir ülkedir. Bu nedenle Türkiye'nin risk sermayesi açısından temel sorunları bulunmaktadır. Ülkedeki eğitim düzeyi, yasal mevzuat, ekonomik yapı, para ve sermaye piyasalarının gelişmişliği, kamu politikaları vb. birçok faktörü kapsayan geniş bir yelpazeyle ilişkili olan bu sorunların giderilmesi ve çözümü süreci, zaman alacak bir gelişmedir. Bu doğrultuda Türkiye'nin risk sermayesi açısından sorunlar yaşaması doğal bir durumdur.

Bu sorunların yanında, 2000'li yılların başı itibariyle Türkiye'de risk sermayesi sektörünü olumlu olarak etkileyebilecek önemli gelişmeler de yaşanmaktadır. Özellikle 2001 yılından sonra Türkiye'nin istikrarlı bir şekilde büyüyen yapısı, enflasyon ve faiz oranlarının ve bu oranlardaki değişimin sağlıklı bir yapıya kavuşması, yaşanan siyasal istikrar, devlet politikalarında KOBİ eylem planlarının uygulanması, AR-GE çalışmalarına verilen önemin artması ve bu konuda sanayicilerle üniversiteler arasındaki işbirliğinin sıkılaştırılması, finansal kuruluşların KOBİ'lere yönelik hizmetlerinin artması, yasal mevzuatlarda yapılan iyileştirmeler ve KOBİ'lere yönelik sermaye piyasası organizasyonlarının kurulması, risk sermayesinin Türkiye'deki gelişimine yönelik önemli adımlardır.

Sonuç itibariyle; Türkiye'de risk sermayesinin uygulanabilirliğinin, 2000'li yılların başında girişimcilik, yeni teknolojiler yaratma ve risk sermayesi fon yapısı açısından

temel sorunları bulunduğu, ancak risk sermayesinin gelişimine yönelik önemli gelişmelerin de yaşandığı belirtilebilir. Türkiye'nin risk sermayesinin gelişimi konusunda yaşadığı sorunlarının çok çeşitli faktörlerle ilişkili olması nedeniyle, Türkiye'de risk sermayesi finansman modelinin uygulanabilirliğinin arttırılması, zaman alacak bir süreç olarak gözükmektedir.

SONUÇ

KOBİ'ler, AR-GE harcamalarına çok büyük kaynaklar ayıran, dünya genelindeki ucuz üretim faktörleri ve yatırım fırsatlarından yararlanan, nitelikli iş gücünden yararlanmak için çok iyi imkanlar sunabilen ve beraberinde de rekabet edilebilmeyi zorlaştıran güçlere sahip olan çok büyük şirketlerle mücadele etmek zorunda oldukları bir ekonomik ortamda bulunmaktadırlar. Bunun yanında KOBİ'ler, finansal sorunlarının giderilmesi konusunda da bu büyük şirketlere nazaran daha olumsuz koşullarla karşılaşabilmektedirler. Bütün bunlara rağmen, KOBİ'ler dünya ekonomisinin önemli bir parçası olma konumlarını korumuşlar ve dünya ekonomisinde kendilerine önemli bir yer edinmişlerdir. KOBİ'lerin bu önemi, en büyük sorunlarından birisi olan finansal sıkıntılarının çözümünü tüm ülkeler için önemli bir uğraş haline getirmektedir. Risk sermayesi de KOBİ'lerin bu sorunlarının çözümüne ilişkin en önemli seçeneklerden birisi olması itibariyle, ülkelerin mutlaka göz önünde bulundurmaları ve yaygınlaşmasına yönelik çaba göstermeleri gereken bir finansman yöntemidir.

KOBİ'lerin geleneksel finansman yöntemleri ile faizli olarak borçlanmaları, faaliyet süreçlerinde KOBİ'lerin büyük finansal sorunlar yaşamalarına neden olabilmektedir. Risk sermayesi ise öz kaynak şeklinde finanse edilme imkanı sunması nedeniyle, KOBİ'ler açısından tercih edilebilir olmaktadır.

Dünyadaki gelişimine ve kullanımına bakıldığında, ABD, Japonya, İngiltere, Fransa, Kanada, Güney Kore, İsveç vb. her açıdan gelişmiş ve modelin yapısı gereği yeni teknoloji üretebilen ülkelerde risk sermayesinin başarıyla uygulandığı görülmektedir. Bu açıdan modelin Türkiye gibi gelişmekte olan ve teknoloji üretiminde veya yeni teknolojilerin kullanımında sorunlar yaşayan ülkelerde uygulanması hususunda çeşitli zorluklar yaşanmaktadır. Ancak Türkiye'den daha küçük ekonomilere sahip olan Danimarka, Güney Afrika Cumhuriyeti, Pakistan, Finlandiya ve İrlanda gibi ülkelerin modelin uygulanışı konusunda Türkiye'den daha iyi durumda bulunmaları, Türkiye açısından üzerinde düşünülmesi ve incelenmesi gereken bir husustur. Nitekim risk sermayesine ilişkin araştırma yapan büyük şirketlerin çalışmalarında, Türkiye'nin risk sermayesi açısından dünyanın geri kalmış

ülkeleri arasında olduğu görülmektedir. Bu durum Türkiye'nin ekonomik gücü ile bağdaşmayan ve Türkiye açısından sorgulanması gereken bir husustur.

Tüm dünyadaki risk sermayesi yatırımlarının tarihsel gelişimi incelendiğinde; risk sermayesinin, modelin çıkış noktasından sapma gösterdiği görülmektedir. Temel çıkış noktası erken aşamalardaki şirketlerin fonlanması olan risk sermayesinin, buyout olarak nitelendirilen ve mevcut işletmelerde kontrolü sağlayacak orandaki işletme payının satın alınmasına dayanan satın alma destek finansmanı yatırımlarına dönüşmeye başladığı görülmektedir. 2000'li yıllar itibariyle, dünyadaki risk sermayesi yatırımlarının yaklaşık %80'i bu yatırımlardan oluşmaktadır. Yani risk sermayesi, bir satın alma destek finansmanı şekline dönüşmeye başlamıştır. Risk sermayesi yatırımcılarının erken aşama yatırımlardan uzaklaşarak geç aşama yatırımlarına yönelmeleri, özellikle erken aşamalarda büyük finansal sorunlar yaşayabilen KOBİ'lerin finansmanına yönelik olumsuz bir gelişmedir.

Risk sermayesindeki bu yönelimin çeşitli nedenleri olabileceği gibi, temel neden çok büyük şirketlerin sahip olduklar ekonomik güç olarak gözükmektedir. Çünkü bu büyük şirketler, kendilerine potansiyel rakip olarak gördükleri şirketlerin ortaklık paylarını satın alma veya şirket birleşmesi yoluna gidebilmektedirler. Bu gelişmeyi destekleyen bir başka konu ise, belli bir piyasa payına ulaşmış ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin risk sermayesi ile finanse edilmesinin, farklı ülkelere açılma amacını taşıyan şirketler için piyasalara giriş konusunda iyi bir seçenek oluşturmasıdır.

Risk sermayesinde yaşanan bu trendin dışında Türkiye için önemli olan, dünyadaki risk sermayesi pastasından pay alabilmek ve yurt içindeki risk sermayesi sektörünün gelişimi için nelerin yapılması gerektiğinin ortaya konulması ve bu doğrultuda çaba gösterilmesidir. Bu nedenle Türkiye'nin risk sermayesi açısından konumunun, en azından dünyadaki ekonomik gücü paralelinde seyretmesinin ve modelin uygulanabilirliğinin sağlanmasına ve arttırılmasına yönelik çalışmaların yapılması, Türkiye açısından büyük önem arz etmektedir. Çünkü risk sermayesinin gelişimi, KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümüne bir alternatif getirecek ve risk sermayesinin yaptığı reel yatırımlar, Türkiye ekonomisinde özellikle 2002 yılından itibaren yaşanan istikrarlı büyüme konjonktürünün tetikleyicisi olacaktır.

Risk sermayesinin uygulanabilirliği konusunda Türkiye'nin büyük sorunlar yaşadığı açıktır. Yaşanan eknomik ve siyasi istikrarsızlıklar, uzun yıllar Türkiye'de risk sermayesinin gelişimi önündeki en büyük engel olmuştur. Ancak 2002 yılı ile birlikte Türkiye ekonomisinin istikrarlı bir şekilde büyüyen bir yapıya kavuşması, Türkiye risk sermayesi sektörü için olumlu bir gelişmedir. Ülke genelinde KOBİ'lerin desteklenmesi bilincinin ve AR-GE harcamalarına yönelik desteklerin artması ve yaygınlaşması da risk sermayesinin Türkiye'deki gelişimine yönelik olumlu göstergelerdir. Buna rağmen Türkiye'nin teknolojik yenilik yaratma ve girişimcilik alt yapısı konusunda yaşadığı problemlerin çözümü, bu problemlerin çözümünün eğitim düzeyi, rekabete ve yeniliğe bakış açısı, yasal mevzuatlar, demografik yapı, bireysel gelişim vb. birçok unsurdan etkilenmesi nedeniyle, zaman alacak bir gelişmedir. Ancak Türkiye'nin KOBİ sayısı ve gelişmekte olan ekonomisi, hızlı büyüme açısından risk sermayesi fon sahiplerine önemli yatırım fırsatları sunabilecek bir durumdur. Türkiye, risk sermayesinin gelişimi açısından gelişmekte olan ekonomik yapısının avantajlarını, hem ulusal hem de yabancı risk sermayesi fonlarının teşvik edilmesi yönünde kullanabilmelidir.

Son olarak bir özet oluşturması amacıyla, araştırmanın bulguları şeklinde nitelendirilebilecek hususlar şu şekilde sıralanabilir:

- Risk sermayesi kavramının içeriğinin gün geçtikçe genişlediği görülmektedir. Satın almalar, şirket birleşmeleri ve kredi kapsamlı ortaklıklar, çoğu kaynakta risk sermayesi olarak nitelendirilmektedir.

- Başlangıç aşaması yatırımlarının temel risk sermayesi finansman aşaması olmasına rağmen, 2000'li yılların başı itibariyle dünyadaki risk sermayesi yatırımlarının %80'inden fazlası ileri ve geç aşama yatırımlarından oluşmaktadır. Erken aşama yatırımları gün geçtikçe azalırken, geç aşama yatırımları artmaktadır.

- Buyout olarak adlandırılan satın alma destek finansmanı yatırımları, risk sermayesi sektöründe gün geçtikçe popüler olmaktadır. Nitekim çoğu kaynakta, risk sermayesi yatırımları için buyout ve erken aşama yatırımları ayrımı

yapılmaktadır. Risk sermayesi yatırımlarının buyout yatırımlarına dönüşmeye başladığı gözlemlenmektedir.

- Erken aşama yatırımlarının azalması, özellikle yeni kurulan ve erken aşamalarda önemli finansal sorunlar yaşadıkları bilinen KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümü açısından olumsuz bir gelişme olarak gözükmektedir.

- Geç aşama yatırımlarının artması nedeniyle, risk sermayesi yatırımlarının süreleri azalmakta ve yatırımlar genellikle 2-3 yıl gibi sürelerde sonlandırılmaktadır.

- Devlet politikalarında temel olarak erken aşama yatırımları hedeflenirken, kamusal fonların toplam risk sermayesi fonları içerisindeki payı düşük kalmakta ve özel risk sermayesi fonları ve şirketleri tarafından da çoğunlukla ileri ve geç aşama yatırımları tercih edilmektedir.

- Risk sermayesi sistemini en erken kuran ülke ve en önemli risk sermayesi ülkesi ABD'dir. Bu doğrultuda diğer ülkelerin risk sermayesi sektörlerinin kuruluşu ve sistemleştirilmesi, risk sermayesinin ABD'deki gelişimine benzerlik göstermektedir.

- Model, yapısı gereği ABD, İngiltere, Japonya, Fransa, Almanya, Kanada, Güney Kore, İsveç vb. yeni teknoloji üretebilen ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmaktadır. Az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ise, modelin uygulanışı konusunda büyük sorunlar yaşanabilmektedir.

- Risk sermayesi yatırım çıkışlarında yıllar geçtikçe halka arz seçeneği daha az tercih edilirken, başka şirketlere satış seçeneği daha fazla tercih edilmektedir.

- Yıllar geçtikçe fon kaynakları içerisindeki payı artan emeklilik fonları, dünya genelinde risk sermayesi yatırımlarının en önemli fon kaynağı durumundadır. Ancak bu durum Türkiye risk sermayesi sektörü için söz konusu değildir. Bu doğrultuda; emeklilik fonlarının risk sermayesi yatırımlarının finansmanına aktarılaması, Türkiye risk sermayesi sektörünün en önemli sorunlarından birisi olarak gözükmektedir.

- Türkiye'de risk sermayesi için çoğunlukla, sadece erken aşama yatırımlarını içeren "*venture capital"* ifadesinin kullanımı, zaman zaman bir kavram kargaşası yaratabilmektedir. Çünkü Türkiye'de kullanılan risk sermayesi kavramı, tüm erken ve geç aşama yatırımlarını içermektedir. Bu doğrultuda Türkiye'de "*venture capital*" ifadesinin tüm risk sermayesi yatırımlarını içeren bir şekilde kullanımı, kelimenin ulusal ve uluslararası içeriği bakımından farklılıklar yaratabilmektedir. Bu nedenle Türkiye'de risk sermayesi yerine private equity ve girişim sermayesi ifadelerinin kullanımının yaygınlaşmaya başladığı görülmektedir. SPK mevzuatlarında da "*risk sermayesi*" ifadesi, "*girişim sermayesi*" olarak değiştirilmiştir. Buna rağmen risk sermayesi, halen yaygın olarak kullanılan ifadedir.

- Risk sermayesi yatırımları; yenilikçi şirketler ve yeni endüstriler geliştirme ve yaratma, yeni teknolojilerin, yöntemlerin, ürünlerin ve hizmetlerin üretimini hızlandırarak hayat standartlarını yükseltme ve önemli miktarlarda vergi geliri sağlama, istihdam yaratma ve ulusal ihracatı olumlu yönde etkileme, hususlarında ülkelerin ekonomik ve sosyal yapılarına önemli katkılar yapmaktadır.

- Risk sermayesi, Avrupa'da ve ABD'de Microsoft, Apple, FedEx, Cisco, Intel, Sun, Amgen, eBay, Genentech, Baan, Barco, Gemplus ve SOITEC gibi birçok dev şirketin kuruluşuna veya oluşumuna katkıda bulunmuştur.

- Risk sermayesi, Türkiye'de etkili ve yaygın bir şekilde uygulanan bir finansman modeli olmama konumunu 2000'li yılların başında da sürdürmektedir. Bu doğrultuda Türkiye, risk sermayesinin nispeten gelişmemiş olduğu ülkelerden birisi konumundadır. Dünyanın en büyük yirmi ekonomisinden birisi olan Türkiye, bu konumunu risk sermayesi sektörüne yansıtamamıştır.

- Türkiye'nin uzun yıllar süren sağlıksız, istikrarsız ve olumsuz ekonomik yapısı, esasında bir reel yatırım olan risk sermayesinin Türkiye'deki gelişmemişliği üzerindeki en önemli unsur olarak gözükmektedir.

- Türkiye'deki en önemli risk sermayesi yatırımcılarının GSYO'lar olmasına rağmen, 1996-2007 ilk çeyrek arasında yalnızca üç GSYO'nun kurulması ve bu GSYO'ların ortalama 2,05 yılda bir adet risk sermayesi yatırımı yapmaları, GSYO sistemine önemli bir işlerlik kazandırılamadığını göstermektedir.

- Risk sermayesinin gelişimine yönelik önemli adımlar atılsa da; Türkiye risk sermayesinin uygulanabilirliği konusunda, 2000'li yılların başı itibariyle teknolojik yenilik yaratma, girişimcilik kültürü ve risk sermayesi fon yapısı açısından önemli temel sorunlar yaşamaktadır. Çok çeşitli faktörlerle ilişkili olmaları nedeniyle bu sorunların çözümü ve Türkiye'de risk sermayesinin gelişimi, uzun zaman alacak bir süreç olarak gözükmektedir.

YARARLANILAN KAYNAKLAR

09.02.2007 ve 18.04.2007 Tarihli İMKB Şirket Haberleri, *Günlük Bültenler*, 2007 http://www.imkb.gov.tr/bultenler.htm. (20 Nisan 2007).

Akgemci, Tahir; **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Ankara: KOSGEB Yayınları, 2001.

Akgüç, Öztin; **Finansal Yönetim,** 3.b., İstanbul: Avcıol Basım-Yayın, 1998.

Akkaya, Göktuğ Cenk ve İçerli, M.Yılmaz; "KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli", ***Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi***, 2001, Cilt 3, Sayı 3, http:// www.sbe.deu.edu.tr/Yayinlar/dergi/dergi10/icerli.pdf (12 Ekim 2006). ss. 61-70.

Aras, Güler ve Müslümov, Alövsat; **Sermaye Piyasalarının Gelişmesinde Kurumsal Yatırımcıların Rolü OECD Ülkeleri ve Türkiye Örneği**, İstanbul: KYD Yayınları, 2003.

Ark, Ali Haydar; "Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi", ***Active Bankacılık ve Finans Dergisi***, 2002, Sayı 23, http://www.makalem.com/ Search/ArticleDetails.asp?nARTICLE_id=508 (13 Ocak 2007).

Aypek, Nevzat; "KOBİ Finanslama Sürecinde Yeni Finansman Teknikleri", **I.Avrasya Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Kongresi,** Ankara, 2001.

Aypek, Nevzat; **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, Ankara: KOSGEB Yayınları, 1998.

Baygan, Günseli ve Freudenberg Michael; "The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries", *OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2000/7*, 2000, http://www.olis.oecd.org/olis/2000doc.nsf/4f7adc214b91a685c12569fa005d0ee7/c125692700623b74c12569ba0059b821/$FILE/JT00101088.PDF (15 Ekim 2006).

Borsaya Kote Ortaklık Yöneticileri Derneği; "Halka Açılmanın Teşviki ve Yatırım Ortamının Geliştirilmesi", *Paneller*, 2003, http://www.koteder.org.tr/PANEL_ers_09122003.pdf (18 Nisan 2007).

Ceylan, Ali; **Finansal Teknikler,** Bursa: Ekin Kitabevi, 2003.

Ceylan, Ali ve Korkmaz, Turhan; **Sermaye Piyasası ve Menkul Değer Analizi,** Bursa: Ekin Kitabevi, 2000.

Chicken, John C.; **Yönetim ve Girişimcilik,** 1.b., İstanbul: Epsilon, 2002.

Civan, Mehmet ve Uğurlu, Mustafa; "Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ'lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi", ***Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi,*** 2002, Cilt 11, Sayı 1, http://kutuphane.uludag.edu.tr/Univder/PDF/iibf/htmpdf/2002-21(1)/M6.pdf (15 Ekim 2006). ss. 79-109.

Çanakçı, Ekrem; **Yatırım Ortaklıkları 1996**, Ankara: SPK Yayınları, 1997.

Çetindamar, Dilek; **"Türkiye'de Girişimcilik"**, *2002 Yılı TÜSİAD Raporları*, 2002, http : // www . tusiad . org / turkish / rapor / girisimcilik / girisimcilik . pdf (24 Mart 2007).

Chambers, Nurgül R.; "Risk Sermayesi ve İşleyişi", ***Muhasebe-Finans Araştırma ve Uygulama Dergisi: Analiz***, 1999, Sayı11, http://muhasebemerkezi.marmara.edu.tr/sayi11.htm (16 Ekim 2006), ss. 75-88.

Çımat, Ali ve Laçinel, Atakan; **KOBİ'lerin Finasman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi**, Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, 2002.

Çiller, Tansu ve Çizakça, Murat; **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri,** İstanbul: İSO Araştırma Dairesi Yayınları, 1989.

Çizakça, Murat; "Risk Sermayesinin Batı'daki Başarıları ve Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Potansiyeli", **Türkiye'de Özel Finans Kurumları Teori ve Uygulama(Sempozyum Tebliğleri),** İstanbul, 2000.

Çolakoğlu, Mustafa H.(haz.), **KOBİ Rehberi**, Ankara: TOBB Yayınları, 2002.

Çolpan, Berna; "Amerika Birleşik Devletleri'nde Devletin Küçük İşletmelere Yönelik Finansman Destek Sistemleri", *Bilgi Bankası*, 1999, http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/SBA.rtf (14 Ocak 2007).

Çonkar, Kemalettin; "Risk Sermayesi Finansman Yönteminin Küçük ve Orta Boy İşletmeler Açısından Önemi ve Uygulanabilirliği", ***I. Orta Anadolu Kongresi "KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları"***, http://www.iibf.eunev.edu.tr/yayinlar/OAK.pdf (12 Şubat 2007).

Deloitte Touche Tohmatsu; "Yatırım Ortaklığı ve Yatırım Fonları Vergilendirmesi", Vergi ve Mali Mevzuat Hizmetleri, 2007, http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc / content / turkey – tr_tax_ YatirimOrt–FonVergilendirmesi_090307.pdf (5 Nisan 2007).

Demircioğlu, A. Murat ve Centel, Tankut; **İş Hukuku**, 9.b., Kırklareli: Beta Basım Yayım, 2003.

Dilekli, Selin ve Eraslan Tarık; **"AB Üyesi Ülkelerde ve Aday Ülkelerde Ekonomik Gelişmeler"**, *AB Ekonomik Gelişmeler*, 2007, http://www.dpt.gov.tr/abigm/abmeg/2007ekonomikgelisme.pdf (19 Şubat 2007).

Döndüren, Hamdi; "İslam Ekonomisinde Sermaye Birikimi ve Kullanılma Yöntemleri", *Makaleler*, http://www.sadabat.net/makale/islamekonomisi.htm (13 Ocak 2007).

EIF; "Annual Activity Report of the Audit Board to the General Shareholders' Annual Meeting for the 2005 Financial Year", *Publications*, 2006, http://www.eif.europa.eu/Attachments/pub_corporate/Annual_Activity_Report_AB_2005.pdf (2 Ocak 2007).

EIF; "EIF Corporate Operational Programme", Homepage, http://www.eif.org/attachments/pub_corporate/COP_2007-2009.pdf (2 Ocak 2007).

EIF; "Seed Capital Action Guidelines", *Related Publications*, 2002, http://www.eif.europa.eu/ Attachments/pub_operational/seed_guidelines.pdf (2 Ocak 2007).

Emre, Zeynep ve Budak Alparslan(haz.);**"Dünya Uygulamaları Çerçevesinde KOBİ Borsaları"**, *Yayın ve Raporlar*, 2006, http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/drapor/Dun_Uyg_Cer_Kobi_Borsalari.pdf (17 Nisan 2007).

Ercan, Metin Kamil; "KOBİ Borsaları", *Anasayfa*, 2005, http://w3.gazi.edu.tr/~mkercan/kobiborsalari.pdf (15 Nisan 2007).

Erol, Cengiz; **İşletmelerde Finansal Yönetim,** 1.b., Ankara: İmge Kitabevi, 1999.

EVCA; "2005 Investment as a Percentage of GDP", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_33_att_986.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Annual European Private Equity Investments in Europe", *Annual Survey 2005*, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_33_att_983.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Divestments in Europe", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_34_att_988.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe", *Research Reports*, 2005, http://www.cefs.de/EC_EVCA/files/EC_EVCA_study_english.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "European Divestment at Cost", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_34_att_987.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Europe Private Equity Update", *PE Investor/Investment Benchmarks Study*, 1997, http://www.evca.com/pdf/Performance96.pdf (22 Aralık 2006).

EVCA; "Private Equity Funds Raised by Type of Investor in 2005", *Annual Survey 2005***,** http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_32_att_981.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Sectoral Distribution of Investments in 2005", *Annual Survey 2005,* http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_33_att_985.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Stage Distribution of Investment by Amount Invested in 2004", *Annual Survey 2004*, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_30_att_809.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Stage Distribution of Investments by Amount Invested in 2005", *Annual Survey 2005*, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_21_art_33_att_984.pdf (21 Aralık 2006).

EVCA; "Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe", *Public Affairs/Introduction*, 2002, http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf (21 Aralık 2006).

Fettahoğlu, Abdurrahman; **Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi**, Trabzon: KOSGEB Yayınları, 1992.

Gündoğdu Fatma, Emsen Ö.Selçuk ve Özkan Şule; "Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerde Girişimcilik-Yenilikçilik ve Finansman: Kayseri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", ***I. Orta Anadolu Kongresi 'KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları'***, http://www.iibf.eunev.edu.tr/yayinlar/OAK.pdf (14 Ekim 2006), s. 306.

Güngörürler, Sevim; "Dünya Pazarları ile Rekabette Alternatif Bir Finansman ve Yatırım Aracı Risk Sermayesi", *İZTO*, 2005, http://www.izto.org.tr/NR/rdonlyres/B942DEAC-917E-4200-81F5-2D065174DF75/4119/riskserm.pdf (21 Ekim 2006).

Hatch, Rob ve Wainwright, Fred; "Note on Private Equity Asset Allocation", *Case Studies,* 2003, http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/pdfs/asset_allocation.pdf (12 Ocak 2006).

İskender, Hüseyin; "Risk Sermayesi ve Risk Sermayesi Sektörünün Gelişiminde Faizsiz Finans Kurumlarının Rolü", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 1995).

İş Girişim'in Portföy Değer Tabloları, *Şirket Haberleri*, http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm (21 Mart 2007).

Karabulut, Halil İ.; "Teknoloji Transferinde Stratejik Bir Yaklaşım: Uluslararası Risk Sermayesi", **TMMOB Sanayi Kongresi Bildirileri 2001 "Küreselleşme ve Sanayileşme"**, Ankara, 2002.

Karabulut, Hüseyin; "Risk Sermayesi Finansman Modeli", (Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2001).

Karataş, Süleyman; **Sanayileşme Sürecinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler (Bürokratik Yükün Kaldırılması ve AT Ülkelerinde Bu İşletmelerin Durumları),** İstanbul: Veli Yayınları, 1991.

Kuğu, Tayfun Deniz; "Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi", ***Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi***, 2004, Cilt 11, Sayı 2, http://www.bayar.edu.tr/~iibf/dergi/pdf/C11S22004/tdk.pdf (12 Ekim 2006), ss. 141-153.

Küçükçolak, Ali; "Avrupa Birliği'nde KOBİ'lere Yönelik Destekler", **I. Avrasya Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Kongresi,** Ankara, 2001.

Müslümov, Alövsat; **21. Yüzyılda Türkiye'de KOBİ'ler Sorunlar, Fırsatlar ve Çözüm Önerileri**, 1.b., İstanbul: Literatür Yayınları, 2002.

Narin, Müslüme ve Akdemir, Sevim; "Türkiye'de KOBİ'lere Sağlanan Destekler", ***Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Ekonomik Yaklaşım Dergisi***, 2005, Cilt 16, No: 55, http://yaklasim.iibf.gazi.edu.tr/Default.aspx?r=b (Kasım 2006), ss.43-68.

NVCA; "Amgen and Cisco Systems Inducted to Ernst&Young Entrepreneur of the Year Hall of Fame for Venture-Backed Companies", *Venture-Backed Company Hall of Fame*, 2005, https://www.nvca.org/pdf/EOYVC-backed%20Hall%20of%20Fame_final.pdf (13 Ocak 2007).

NVCA; "Fedex, Genentech and Intel First Inductees to Ernst&Young Entrepreneur of the Year Hall of Fame for Venture-Backed Companies", *Venture-Backed Company Hall of Fame,* 2004, https://www.nvca.org/pdf/ halloffame2004final.pdf (13 Ocak 2007).

NVCA; "Mergers and Acquisitions Continue to Dominate Exit Scene for Full Year 2006", *Venture Capital Statistics,* 2007, http://www.nvca.org/pdf/ Q406exitpoll_final.pdf (13 Ocak 2007).

NVCA; "Venture Impact 2004 Venture Capital Benefits to the U.S. Economy", *Recent Studies,* http://www.nvca.org/pdf/VentureImpact2004.pdf (13 Ocak 2007).

OECD; "Venture Capital: Trends and Policy Recommendations", *Publications & Documents,* http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf (12 Ocak 2006).

Okuyan, H.Aydın ve Çalışkan, M.M.Tuncer; "AB'ne Uyum Sürecinde Türkiye'de ve AB Ülkelerinde Risk Sermayesi: Risk Sermayesinin Gelişiminin Önündeki Engeller ve Çözüm Önerileri", **VII. Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler**, İstanbul, 2003.

Özkan, Memet(Der); "Risk Sermayesi Hakkında", *Yeni Ekonomi-İnternet,* 2001, http://www.danismend.com/konular/yeniekonomi/RISK%20SERMAYESI %20HAKKINDA.htm (17 Ekim 2006).

PricewaterhouseCoopers; "Global Private Equity Report 2005", *Other Reports & Resources / European & Global Reports*, 2005, http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/GPE_Report_2005. pdf (22 Aralık 2006).

PricewaterhouseCoopers; "Total U.S. Investments by Year Q1 1995-Q4 2006", *Download Historical Trend Data for the U.S. and for Select Regions,* http://www.pwcmoneytree.com/exhibits/NationalAggregateData95Q106Q4. xls (12 Ocak2007).

Söğüt, Mehmet Atilla; "Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Alternatif Finansman Yöntemleri", ***I. Orta Anadolu Kongresi "KOBİ'lerin Finansman ve Pazarlama Sorunları"***, http://www.iibf.eunev.edu.tr/yayinlar/OAK.pdf (12 Şubat 2007).

SPK; "SPK Ocak 2007 İstatistik Bülteni", *Aylık İstatistik Bülteni*, 2007, http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/aylikbulten/2007/Ocak/aylik_istatistik_ bulteni_2007_Ocak.xls#'V-6-3'!A1(22 Mart 2007).

Şirvan, Nesrin; **"Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği"**, *Yazarlar/Yazılar*, 2002, http://www.iubam.org/risksermayesi.pdf (13 Ekim 2006).

Taş, Ramazan; "AR-GE Yoğunluğu-Rekabet Gücü İlişkisi Açısından Türkiye-AB Karşılaştırmalı Analizi", *20. Türkiye Maliye Sempozyumu*, 2005, http://maliyesempozyumu. pamukkale.edu.tr/ rtas.pdf (24 Mart 2007).

Toroslu, M.Vefa; **Çağdaş Finansal Teknikler**, İstanbul: Beta Yayınları, 2000.

TSPAKB; "KOBİ Finansmanı ve Borsa Dışı Teşkilatlanmış Piyasa Hakkında Rapor", *Yayın ve Raporlar*, http://www.tspakb.org.tr/yayinveraporlar/ cgruplari/KOB_Borsasi_Raporu.pdf (16 Nisan 2007).

TTGV; "Başlangıç Sermayesi Desteği Uygulama Esasları", *Teknolojik Girişimcilik Destekleri*, http://www.ttgv.org.tr/UserFiles/File/pdfFiles/Baslangic% 20Sermayesi_Uygulama%20Esaslari.pdf (7 Ocak 2007).

TTGV; "Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı ve AR-GE Destekleri", *Etkinlikler*, http:// www.mam.gov.tr / etkinlikler/ tideb / TTGV – GENEL – TANITIM _ TUBITAK- MAMv1.ppt (7 Ocak 2007).

Tuck School of Business at Dartmouth; "Entrepreneurial Exit Strategies Program Results of Survey of Private Equity Funds" , *Research Projects,* 2005, http://mba.tuck.dartmouth.edu/pecenter/research/pdfs/exits_survey.pdf (13 Ocak 2007).

Tuck School of Business at Dartmouth, "Note on Private Equity Deal Structure", *Private Equity Files*, http://www.seca.ch/sec/files/private_equity/ Deal_Structure_PE.pdf (10 Ocak 2007).

Tuncel, Kürşat; **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara: SPK Yayınları, 2000.

Tutar, Hasan ve Küçük, Orhan; **Girişimcilik ve Küçük İşletme Yönetimi,** Ankara: Seçkin Kitabevi, 2003.

TÜİK, "2002-2004 Yılları, Faaliyet Kolları ve Büyüklük Grubuna Göre Hizmet Sektöründe Teknolojik Yenilikler", *Teknolojik Yenilik İstatistikleri*, http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri. do?id=218&tb_id=4 (2 Nisan 2007).

TÜİK, "2002-2004 Yılları, Faaliyet Kolları ve Büyüklük Grubuna Göre Sanayi Sektöründe Teknolojik Yenilikler", *Teknolojik Yenilik İstatistikleri*, http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri. do?id=218&tb_id=2 (2 Nisan 2007).

Türkiye'nin Rekabet Gücü Sıralamasındaki Yükselişi Umut Verici, *Basın Bülteni*, 2005, http://ref.advancity.net/En/dokumanlar/press_release_2005_tr.pdf, (1 Nisan 2007).

Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği; **KOBİ Küçük ve Orta Ölçekli Sanayicinin El Kitabı**, İstanbul: TMMOB Yayınları, 1999.

Usta, Öcal; **İşletme Finansı ve Finansal Yönetim**, 2.b., Ankara: Detay Yayıncılık, 2005.

Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin 31 Aralık 2006 Tarihli Mali Tabloları, *Mali Tablolar*, 2006, http://www.imkb.gov.tr/bilanco/ mtablodonem.htm (19 Nisan 2007).

VGSYO'nun Portföy Değer Tabloları, *Şirket Haberleri*, http://www.imkb.gov.tr/ sirkethaberleri.htm (20 Nisan 2007).

VGSYO; "Vakıf Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı-İzahname", *Sürekli Bilgilendirme Formu*, 2000, http://www.vakifgirisim.com.tr/izahname.pdf (19 Nisan 2007).

Yılmaz, Beytullah; "KOBİ'lerin Finansman Sorunlarına Bir Çözüm Önerisi: Risk Sermayesi Finansman Modeli", ***Dış Ticaret Dergisi***, 2004, Sayı 33, http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/Ekimdergi2004/Beytullah.htm (18 Ekim 2006).

Yasal Mevzuatlar

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik, *Sermaye Piyasası Mevzuatı*, http://www.spk.gov.tr/mevzuat/mevzuat_index.html (3 Nisan 2007).

European Union Official Journal, *Definition of Micro, Small and Medium-Sized Enterprises*, 2003, No: 20/05/2003. L 124, http://europa.eu/scadplus/leg/en/lvb/n26026.htm (31 Ekim 2006).

İkinci Ulusal Pazar Esasları, *Genelgeler*, 2000, No. 138, http://www.imkb.gov.tr/mevzuat/genelgeler2000.htm (15 Nisan 2007).

İMKB Kotasyon Yönetmeliği, *Mevzuat*, http://www.imkb.gov.tr/mevzuat.htm (10 Ocak 2007).

Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Tanımı, Nitelikleri ve Sınıflandırılması Hakkında Yönetmelik; *KOBİ Araştırma ve Danışma Merkezi Müdürlüğü*, 2005, http:// www.tobb.org.tr / organizasyon / sanayi / kobi / kobi _ tanimi _ yonetmelik.doc (4 Kasım 2006).

Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Yatırımlarında Devlet Yardımları Hakkında Kararın Uygulanmasına İlişkin Tebliğ, *Bilgi Bankası*, 2001, http://www.kosgeb.gov. tr / Ekler / Dosyalar / BilgiBankasi / 12 / KOBITesvikTeblig.PDF (6 Ocak 2007).

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, *Tebliğler*, 2003, http://www.spk.gov.tr/teblig/files/SeriVI_No15.pdf (5 Ocak 2007).

Teknoloji Geliştirme Bölgeleri Kanunu, *Mevzuat*, http://www.erciyesteknopark.com/mevzuatlar/4691ka.doc (8 Ocak 2007).

Teknopark Yönetmeliği, *Bilgi Bankası*, http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/mevzuat/010.html (8 Ocak 2007).

Yeni Ekonomi Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esasları, *Genelgeler*, 2000, No. 189, http://www.imkb.gov.tr/mevzuat/genelgeler2000.htm (16 Nisan 2007).

Yeni Şirketler Pazarı Kuruluş ve Çalışma Esasları, *Genelgeler*, 1995, No. 20 http://www.imkb.gov.tr/mevzuat/genelgeler1995.htm (16 Nisan 2007)

İnternet Siteleri

http://www.bilgiyonetimi.org/

http://ec.europa.eu/

http://www.eif.europa.eu/

http://www.eif.org/

http://europa.eu/

http://www.halkbank.com.tr/

http://www.imkb.gov.tr/

http://www.investopedia.com/

http://www.isgirisim.com.tr/

http://www.kobias.com.tr/

http://www.kobifinans.com.tr/

http://www.kosgeb.gov.tr/

http://www.nasbic.org/

http://www.nvca.org/

http://ref.advancity.net/

http://www.sanayi.gov.tr/

http://www.sba.gov/

http://www.spk.gov.tr/

http://www.ticaretsicil.gov.tr/

http://www.tisk.org.tr/

http://www.tobb.org.tr/

http://www.tskb.com.tr/

http://www.tspakb.org.tr/

http://www.ttgv.org.tr/

http://www.ttgvgirisim.com/

http://www.tubitak.gov.tr/

http://www.tuik.gov.tr/

https: //www.turkticaret.net/

http://www.turkvca.org/tr/

http://www.turkven.com/

ÖZGEÇMİŞ

03.09.1981 Kocaeli doğumluyum. İlk ve orta öğrenimimi Kocaeli'de tamamladım. 1995 yılında girdiğim Kuleli Askeri Lisesi'nden 153. Dönem öğrencisi olarak 1999 yılında, 2000 yılında girdiğim Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü'nden de 2004 yılında mezun oldum. 2004 yılında Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Muhasebe-Finansman Programı'nda başladığım yüksek lisans eğitimimi de 2007 yılında tamamlayarak mezun oldum.