

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	I
ABSTRACT.....	II
KISALTMALAR.....	III
TABLolar DİZİNİ.....	IV
ŞEKİLLER DİZİNİ.....	V
GİRİŞ.....	1
I. BÖLÜM.....	2
RİSK SERMAYESİ TANIM VE GENEL AÇIKLAMALAR.....	2
1.1. Tanım Ve Genel Açıklamalar.....	2
1.2. Risk Sermayesini Oluşturan Unsurlar.....	4
1.2.1. Teknolojik Büyüme.....	4
1.2.2. Sermayeye Katılma – Yönetime Katılma.....	4
1.2.3. Hızlı Büyüme.....	5
1.2.4. Uzun Vadeli Yatırım.....	5
1.2.5. Yüksek Getiri.....	6
1.3. Risk Sermayesinin Ortaya Çıkışı Ve Gelişimi.....	6
1.4. Dünyada Ve Türkiyede Risk Sermayesi.....	8
1.5. Risk Sermayesinde Taraflar.....	17
1.6. Risk Sermayesinin Kaynakları.....	18
1.7. Risk Sermayesinde Finansman Şekilleri.....	20
1.7.1. Tasarım Finansmanı.....	20
1.7.2. Başlangıç Finansmanı.....	21
1.7.3. Birinci Devre Finansmanı.....	21
1.7.4. İkinci Devre Finansmanı.....	21
1.7.5. Üçüncü Devre Finansmanı.....	21
1.7.6. Köprü Finansman.....	22
1.7.8. Yerine Koyma ve Şirket Kurtarma.....	22
1.7.9. Kuruluşun Kendi Yönetici Kadrosu Tarafından Satın Alınması.....	22
1.7.10. Amaçlı Birikim.....	23
1.7.11. Özelleştirme.....	23
1.7.12. Yatırımdan Çıkış.....	23
1.8. Yatırım Araçları.....	23
1.8.1. Adi İmtiyazlı Pay Senetleri.....	23
1.8.2. Kurucu ve İntifa Senetleri.....	24
1.8.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri.....	24
1.8.4. Tercihli Pay Senetleri.....	24
1.8.5. Pay Senedi ile Değiştirilen Kredi.....	24
1.8.6. Hisse Senedi Alma Hakkı Veren Tahviller.....	24
II. BÖLÜM.....	26
RİSK SERMAYESİ'NDE YATIRIM KARARI ALMA SÜRECİ.....	26
2.1. İş Planı.....	28
2.1.1. Risk sermayedarına sunulacak bir iş planında olması gerekenler:.....	28
2.2. Proje Değerlendirme.....	29
2.3. Riskin Değerlendirilmesi.....	30
2.4. Yatırım Analizi.....	32

2.4.1. Yatırımın Karlılığı Ve Optimal Fayda.....	32
2.4.2. Riskin Ölçümü.....	36
2.4.3. Verim Oranı Hesaplaması	40
2.4.4. İşletme Değerinin Hesaplanması.....	41
2.4.5. Yatırım Finanslama Oranının Belirlenmesi.....	42
2.4.6 Finansal Durum Analizi.....	44
2.4.7. Risk Ağırlık Oranı	51
2.5. Anlaşma Aşaması	55
2.6. İzleme Aşaması	55
2.7. Yatırımdan Çıkış	56
III. BÖLÜM.....	57
RİSK SERMAYESİ'NDE YATIRIM MUHASEBESİ	57
3.1. Girişimci Açısından Risk Sermayesi Yatırımı Muhasebe Kayıtları.....	57
3.1.1. Başlangıç Yatırımı.....	57
3.1.2. Genişleme Yatırımı	58
3.1.3. Yatırımdan Çıkış	59
4.1. Risk Sermayedarı Açısından Risk Sermayesi Yatırımı Muhasebe Kayıtları	60
4.1.1. Tohum Finansmanı	60
4.1.2. Başlangıç Yatırımı ve Genişleme Yatırımı	61
4.1.3. Yatırımdan Çıkış	62
SONUÇ.....	64
EK-1 Türkiye'de Risk Sermayesi.....	67
EK-2 FİZİBİLİTE RAPORU ÖRNEĞİ	70
EK-3 : İŞ PLANI VE DEĞERLENDİRME FORMU	72
KAYNAKLAR.....	75
ÖZGEÇMİŞ.....	78

ÖZET
YÜKSEK LİSANS TEZİ
RİSK SERMAYESİ'NDE YATIRIM KARARI VE MUHASEBESİ
Murat DİLMAÇ

Danışman: Yrd. Doç. Dr. Bener GÜNGÖR
2006 – SAYFA : 78

Jüri : Yrd. Doç. Dr. Bener GÜNGÖR
Yrd. Doç. Dr. O. Berna İPEKTEN
Yrd. Doç. Dr. Hayati AKSU

Risk sermayesi (RS)'nde yatırım kararı alma zor bir süreçtir. Bir RS şirketi kendisine sunulan yatırım tekliflerini detaylı bir şekilde incelemek zorundadır. İnceleme esnasında hem kendi kullandığı spesifik teknikler hem de endüstrinin kullandığı analiz teknikleri vasıtasıyla karar vermeye çalışır.

Süreç projenin incelenmesi ile başlar. Projenin yatırıma uygunluğu, yatırımın riski, kazanç getirici bir teknolojik yenilik sağlaması ve uygulanabilirliği araştırılır. Sonraki aşamada yatırımın nasıl yapılacağı kararlaştırılır. Ortaklık payı, yatırımın fon ihtiyacı, yönetime katılma, danışmanlık ve yatırımdan çıkış stratejileri belirlenir. Son olarak ta bu stratejilere bağlı olarak yatırım kararı alınır.

Bu çalışmada RS kavramı yeniden gözden geçirilmiştir. Bir sonraki aşamada bir proje için yatırım kararı alınırken gözden geçirilmesi gereken etkenler ve kullanabileceği bazı analiz teknikleri incelenmeye çalışılmıştır. Son olarak ta bir RS yatırımının muhasebe kayıtları hem girişimci hem de yatırımcı açısından incelenmiştir.

ABSTRACT
MASTER THESIS
INVESTMENT DECISION IN VENTURE CAPITAL AND IT'S ACCOUNTING
Murat DILMAC

Supervisor: Assist. Prof. Dr. Bener GUNGOR
2006 – PAGE : 78

Jury : Assist. Prof. Dr. Bener GUNGOR
Assist. Prof. Dr. O. Berna IPEKTEN
Assist. Prof. Dr. Hayati AKSU

It is a difficult process to take decision in Venture Capital (VC). A VC company has to analyze in detail to itself presented offer investment. During the analyze VC company tries to make decision both own spesific techniques and industry's analyze techniques.

Project starts with analyze. It is studied if the Project suitability for investment, innovation or feasibility. In the next stage is decided type of investment. Is determined corporation share, join the management, consultantment and exit-route. Finally, the decision taken depend on this strategies.

In this study,concept of VC is reviewed. In the next stage, during the investment decision, it is studied for factors to revise which have to revise and some of analyze techniques. Finally, VC accounting is studied for both entrepreneur and VC company.

KISALTMALAR DİZİNİ

AB	: Avrupa Birliđi
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ARD	: Amerikan Araştırma Ve Geliştirme Şirketi
BD	: Bugünkü Değer
BVCA	: İngiliz Risk Sermayesi Kurumu
EVCA	: Avrupa Risk Sermayesi Kurumu
F/K	: Fiyat - Kazanç
GD	: Gelecekteki Değer
GSYO	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
HBS	: Harvard İşletme Fakóltesi
IPO	: Halka Arz
KOBI	: Küçük Ve Orta Boy İşletmeler
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme Ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
LIBOR	: Londra Bankalararası Mevduat Faiz Oranı
NVCA	: Amerikan Risk Sermayesi Kurumu
OECD	: Ekonomik İşbirliği Ve Kalkınma Teşkilatı
RS	: Risk Sermayesi
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
SBIC	: Küçük İşletmeler Yatırım Ortaklıkları Programı
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu

ŞEKİLLER DİZİNİ

	SAYFA
	NO
Şekil 1.1. Risk sermayesi ve borçla finansmanın karşılaştırılması.	4
Şekil 1.2. 1995 – 2005 yılları arasında Amerikan risk sermayesi ticaret hacmi	8
Şekil 1.3. 1995 2004 yılları arasında AB de tohum finansmanı, başlangıç ve genişleme finansmanı tutarları.	11
Şekil 1.4. Risk sermayesi tarafları arasındaki ilişki	18
Şekil 1.5. Risk sermayesi şirketlerinin finansman kaynakları	19
Şekil 2.1. Risk sermayesinde yatırım süreci	27
Şekil 2.2 Risk sermayedarı ve girişimci arasındaki karlılık ilişkisi	34
Şekil 2.3 Risk sermayesinde tarafların kazanımları	35
Şekil 2.4. Risk ağırlık oranı modeline göre yatırım süreci	55

TABLolar DİZİNİ

	SAYFA NO
Tablo 1.1. Risk sermayesi zaman-risk çizelgesi	5
Tablo1.2 Yıllar itibarıyla ABD de risk sermayesi yatırımı yapan şirket - anlaşma sayısı ve anlaşma tutarları.	9
Tablo1.3. 2006 ilk çeyreğinde ABD de risk sermayesi yatırım alanları ve tutarları	9
Tablo 1.4. ABD de 2006 ilk çeyrek için yatırım aşamasına göre risk sermayesi yatırımları	10
Tablo 1.5. 2005 ve 2006 (2. çeyrek) yıllarında AB de sektörlere göre risk sermayesi dağılımı	12
Tablo 1.6. 2005 yılında Kanada'da sektörlere göre risk sermayesi dağılımı	13
Tablo 1.7. Türkiye'de Risk Sermayesi yatırım tutarları	16
Tablo 1.8. Türkiye'de yatırıma ortaklık paylarının yüzde olarak dağılımı	16
Tablo 1.9. Türkiye'de yıllara göre risk sermayesi yatırım tutarları	16
Tablo 1.10. Risk Sermayesi (RS) Fon Kaynaklarının Karşılaştırılması	19
Tablo 2.1. Risk ağırlık oranları ve ortalama skorları	52

GİRİŞ

Günümüzde, yeni girişimcilerin ve küçük ve orta boy işletmelerin (KOBİ) önemli sorunlarından birisi de iş kurmak veya işi devam ettirmek için gerekli olan parasal kaynaklardır. Bu ihtiyacın karşılanmasında girişimciler veya işletmeler ya banka kredilerini veya alternatif finansman teknikleri kullanmaktadırlar. Daha çok gelişmiş ülkelerde kullanılan alternatif finansman tekniklerinin özellikleri ve türleri her geçen gün artmaktadır.

1940 lı yılların sonlarına doğru ortaya çıkan ve daha çok Amerika Birleşik devletleri, İngiltere, Kanada ve Japonya' da yaygınlaşan risk sermayesi girişimcilerin ve işletmelerin finansman ihtiyacını karşılamakta, aynı zamanda kullanıldığı ülkelerde üretim ve pazarlama sektörlerinin hızla gelişmesinde, teknolojik yeniliklerin artmasında da önemli bir rol sahibi olmuştur.

Bu çalışmanın temel amacı, risk sermayesi yatırımlarında yatırım kararı almada kullanılan analiz yöntemlerini ve muhasebe kayıtlarını incelemektir. Kullanılan yöntemlerin bir kısmı bilinen finansal analiz yöntemleridir. Bunların haricinde analiz yöntemlerinde yeni akımlarda ortaya çıkmıştır. Bunlardan birkaçına değinilmiştir.

Çalışmanın birinci bölümünde temel olarak risk sermayesi anlatılmaktadır. Ortaya çıkışı, tarafları, finansman kaynakları hakkında bilgiler verilmiştir. Ayrıca risk sermayesinin güncel verileri de aktarılmıştır. İkinci bölümde risk sermayesi yatırım kararı alma teknikleri hakkında bilgi verilmiştir. Üçüncü bölümde risk sermayesinin muhasebe kayıtları hem girişimci hem de yatırımcı açısından incelenmeye çalışılmıştır.

I. BÖLÜM

RİSK SERMAYESİ TANIM VE GENEL AÇIKLAMALAR

1.1. Tanım Ve Genel Açıklamalar

Risk Sermayesini tanımlarken iki farklı yönden bakmak doğru olacaktır. İlk olarak yatırımcı açısından bakılırsa; risk sermayesi iyi bir iş fikrine ve hızlı gelişme potansiyeline sahip rekabet üstünlüğü olan sektörlerde finansman ihtiyacı olan girişimlere sağlanan uzun vadeli yatırımlardır. İkinci olarak girişimci açısından bakılırsa; risk sermayesi girişimcilerin yenilikçi iş fikirlerini hayata geçirebilmek için gerekli olan finansal kaynağı uzun vadeli olarak ve sermaye ortaklığı şeklinde elde etmesidir.

Yukarıdaki iki tanım bir araya getirildiğinde risk sermayesinin bir ortaklık olduğu, bir tarafta bilimsel gelişmeleri ve teknolojik yenilikleri izleyen, bunları uygulanabilir hale getirerek satılabilir mal veya hizmetlere dönüştüreceğine inanan girişimciler ile diğer tarafta girişimcilerin bu fikirlerini inceleyerek başarılı olup olmayacağını değerlendirerek gerektiğinde finanse eden yatırımcılar bulunmaktadır.

Başka bir tanımda risk sermayesi, girişimcilerin özgün fikirlerine, küçük işletmelere kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileştirme aşamalarında özsermaye iştiraki, kredi arttırımı veya sadece yönetimde destek şeklinde geliştirilen bir finansman şeklidir¹.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından çıkarılan 6 Temmuz 1993 tarih ve 2169 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar tebliği’nin (Seri VIII, No:21) 3. maddesinde risk sermayesi aşağıdaki gibi tanımlanmıştır.

“Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerin likitidesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimine risk sermayesi denir”

1946 yılında General Doriot, Ralph Flanders, Karl Compton, Merrill Griswold ve Amerikan Araştırma Geliştirme Şirketi (ARD) bu alanda ilk fonu oluşturarak risk

¹ Müge İşeri, ”Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği”, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2001, s11

sermayesinin başlangıcını gerçekleştirdiler. Bu alanda Doriot Kuralları da ortaya konmuştur. Buna göre; bir projenin risk sermayesi portföyünde yer alabilmesi için,

- a) Yeni teknoloji, pazarlama ve yeni ürün konseptlerine sahip olması
- b) Yatırımcılara açık olması
- c) Ürünlerin prototip aşamasında ve bir patente sahip olması gerekir.

General Doriot, risk sermayesini kısaca şöyle tanımlar: “Projenin gelişimi, yönetimi ve halka arzı içeren bir süreçtir”².

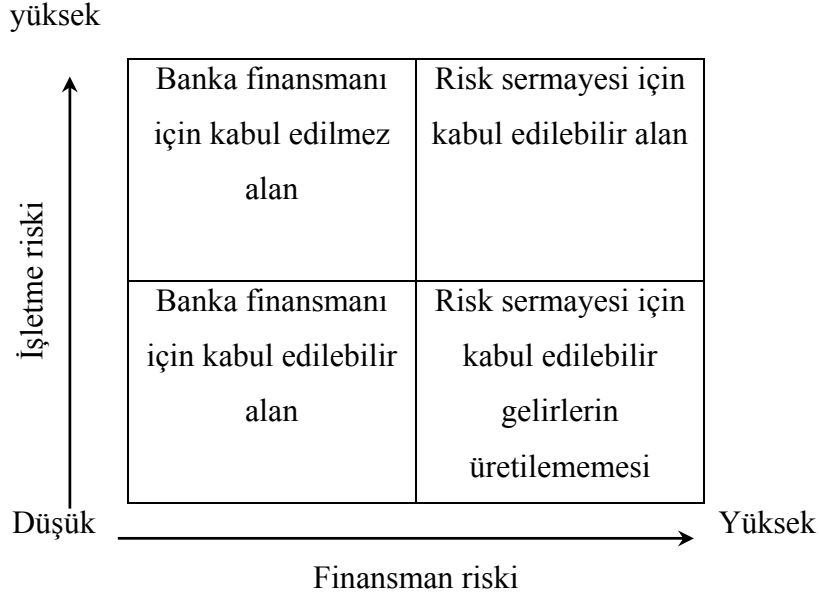
Girişim sermayesinin diğer finansman araçlarına göre üç önemli farklılığı vardır. Bunlardan ilki finansörlerin, mevcut bir ekonomik yapıya değil tamamen beklentilere yatırım yapmasıdır. İkincisi finansörlerin, yatırım yaptıkları işletmelerin yönetiminde de söz hakkına sahip olabilmeleridir. Finansörler/Risk Sermayesi Şirketi Yöneticileri yatırım yaptıkları firmaların hisse senetlerini satın alırlar. Dolayısıyla yatırım yaptıkları firmalarda söz sahibi olurlar. İhtiyaç duyulduğu durumlarda kendi iş ve yönetim tecrübelerini bu firmalarla paylaşabilirler. Yani Risk Sermayesi şirketi ilk kurulum aşamasında mali katkının yanı sıra yönetsel destekte sağlar, yani yönetim kadrosunun düzenlenmesi ve personel alımı dışında üretim ve pazarlama aşamalarına katılabilir, ayrıca firmanın bankalar ve müşteriler nezdinde itibarını artırmayı sağlamak gibi faaliyetlerde de bulunur. Üçüncü farklılık ise risk sermayesinin bir varlık finansmanı olmasıdır. Banka veya finans kurumlarından sağlanan krediler gibi değildir. Yani ihtiyaç duyulan finansmanın bir faiz oranı üzerinden belirli bir vade ile geri ödenmesi söz konusu değildir. Risk sermayesinde finansman firmanın varlıkları karşılığında (hisse senetleri satın alınarak) elde edilir. RS şirketi yatırımdan çıkmak istediğinde ise satın aldığı bu varlıkları şirket sahibi veya diğer taraflara satabilir.

Yeni iş fikrine sahip girişimcilerin finans ihtiyaçlarını karşılamada borçla finansman (banka ve finans kurumlarından sağlanan krediler) ve risk sermayesi ile finansman seçeneklerini karşılaştırdığımızda ise ortaya aşağıdaki gibi bir tablo çıkmaktadır³.

² Barlett W. Joseph: “Fundamentals of Venture Capital”, Madison Books, 1999, s:4, 8, 13

³ Paul Barrow, “Adım Adım Finansman”, Elips Kitap, Ankara, 2004, s93

Şekil 1.1. Risk sermayesi ve borçla finansmanın karşılaştırılması.



1.2. Risk Sermayesini Oluşturan Unsurlar

Risk sermayesi esas olarak teknolojik büyüme, sermayeye katılma-yönetime katılma, hızlı büyüme, uzun vadeli yatırım ve yüksek getiri gibi unsurları içermektedir

1.2.1. Teknolojik Büyüme

Risk sermayesi ağırlıklı olarak teknolojik yenilikleri içeren yatırımları tercih etmektedir. Herhangi bir alandaki yeni bir buluşun ilerideki olası pazarlanabilirliği gözden geçirilerek yatırım yapma veya yapmama kararı verilir. Risk sermayesinde yüksek kazanç sağlayabilmek için yeni bir buluşun alanında ilk olması ve ümit vaat ediyor olması gerekmektedir.

1.2.2. Sermayeye Katılma – Yönetime Katılma

Risk sermayesi sonuçta bir ortaklık anlaşmasıdır. Yatırım başlangıcında yapılan ortaklık anlaşmasında tarafların ne kadar hisseye sahip olacağı belirlenmektedir. Dolayısıyla risk sermayedarları yönetimde söz hakkına sahip olurlar. Girişimci ile ortak hareket ederler ve yönetim kararları verirler. Sadece gerekli olan sermayeyi verip bir kenara çekilmez aktif olarak profesyonel kadrolarıyla işin bizzat başında dururlar. Yaptıkları yatırımın karlılığını arttırmaya çalışırlar.

Öte yandan risk sermayesi şirketleri sadece yönetim desteği veya sadece parasal destekte sağlayabilirler.

1.2.3. Hızlı Büyüme

Risk sermayesi yatırımcıları portföy oluştururken daha çok yeni kurulmuş veya küçük ölçekli işletmeleri tercih ederler. Bu tür işletmelerin yatırım yapılırken değerinin düşük olması ve yatırımın başarı ile sonuçlanması halinde değerinin büyük bir işletmeye göre daha çok kar getirmesi risk sermayedarlarının dikkatini üzerlerine çekmektedir.

1.2.4. Uzun Vadeli Yatırım

Risk sermayesinde çok yüksek getiriler elde edilebilmesine rağmen bu getirilerin süresi yıllarla ifade edilmektedir. Çok kısa sürelerde bir getiri söz konusu olamamaktadır. Dolayısıyla risk sermayesi yatırımcıları yatırım kararı alırken kendi finansal yapılarını, içinde buldukları ekonomik koşulları ve yaptıkları yatırımları dikkatli bir şekilde gözden geçirirler.

Risk sermayesi yatırımları süre olarak esas olarak üç gruba ayırabiliriz. Bunlar erken aşama, geç aşama ve şirket kurtarma finansmanlarıdır. Bu yatırım süreleri açısından risk sermayesi yatırımlarını ve süre - risk çizelgeleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir⁴.

Tablo 1.1. Risk sermayesi zaman-risk çizelgesi

Yatırım Tipi	Zaman (yıl)	Risk
Erken aşama finansmanı		
Tasarım Finansmanı (prototip geliştirilme aşaması)	7-10	Çok yüksek
Başlangıç sermayesi (start-up) (iş oluşturma aşaması)	5-10	Çok yüksek
Erken geliştirme (zararda veya yeni kazanç sağlamaya başlamış işletmenin geliştirilmesi)	3-7	Yüksek
Geç aşama finansmanı		
Genişleme sermayesi (kurulmuş, karlı işletmenin sermaye ihtiyacı)	1-3	Orta
Köprü finansa çıkış öncesi son destekleme finansmanı	1-3	Düşük
Şirket kurtarma finansmanı	3-5	Orta-Yüksek

⁴ Tuncel Kürşat, "Risk Sermayesi Finansman Modeli", SPK Yayın No:19, Ankara, 1995 s 16

1.2.5. Yüksek Getiri

Riskin en temel tanımı, gerçekleşmesi en muhtemel sonuç ile gerçekleşen yani fiili sonuç arasındaki sapmadır⁵. Bir yatırımda risk ne kadar büyükse getiri veya götürü de o kadar büyük olmaktadır. Risk sermayesi yatırımcılarının aldığı yatırım kararları her zaman beklenen sonucu vermemektedir. Risk sermayesi yatırımcıları bu riski dağıtmak için portföy yatırımlarına yönelirler. Böylece olası bir zarar azaltılmaya çalışılır.

1.3. Risk Sermayesinin Ortaya Çıkışı Ve Gelişimi

1930'lu yıllarda hem İngiltere hem de Amerika Birleşik Devletleri'nde küçük işletmeler için yatırım sermayesinin yetersizliği üzerine tartışmalar görüşmeler yapılmaktaydı. 1931 de İngiltere'de yayınlanan Macmillan raporunda küçük işletmeler desteklemek için özel sektör fonlarının yetersizliğinden bahsedilmekteydi. Rapor aynı zamanda Amerika Birleşik Devletleri'nde de eş zamanlı olarak büyük depresyondan ciddi bir biçimde etkilenmiş küçük işletmelerin fon ihtiyacının nasıl karşılanacağı tartışmasına neden oldu. Sonuçta küçük işletmelerin nasıl fon temin edeceği ve finans temininde doğru araçların ne olması gerektiği konusunda kısmen de olsa bir fikir birliğine varıldı⁶.

II. Dünya Savaşı'ndan önce Amerika Birleşik Devletleri'nde mali durumu güçlü olan Mellon, Phipp, Rockefeller ve Whitney gibi zengin aileler yeni girişimlere yatırım yapmaktaydılar. II. Dünya Savaşı'ndan kısa bir süre sonra bu aileler, umut vaat eden küçük işletmeleri keşfetmek, yatırım yapmak ve değerlendirmek için Newyork'ta bürolar kurup profesyonel kadrolar oluşturdular. Bunlar bilinen ilk risk sermayesi şirketleriydi. Birçoğunun örgütsel özellikleri değişmesine rağmen günümüze kadar varlıklarını sürdürmüşlerdir. Rockefeller – venrock, Whitney – J.H. Whitney ve Phipp - Bessemer Ventures olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

⁵ Evren Bolgun, M. Barış Akçay, "Risk Yönetimi",Scala yayıncılık, İstanbul, 2005, s 111

⁶ Martin Kenney, "Note on Venture Capital", International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences, Oxford, 2000, s.4

Diğer bir dikkate değer özel sektör girişimi ise 1946 da Bostonda kurulan Amerikan Araştırma ve Geliştirme(American Researc and Development- ARD) Kurumudur. ARD sadece firmaların fon ihtiyaçlarını karşılamasından dolayı değil aynı zamanda Harvard İşletme Fakültesi (Harvard Business School – HBS) öğretim üyesi olan General Georges Doriot’un kurucusu olduğu içinde önemliydi. Doriot’un yazıları, konuşmaları ve örneklemeleri sayesinde birçok risk sermayesi yatırımı pratiğe dökülebilmiştir. ARD nin bilinen en önemli yatırımı Digital Equipment Corporation’ dur. 1958 de ki 70,000\$ lık yatırımın değeri 1971 de 350 milyon dolara ulaşmıştır.

Risk sermayesinin gelişiminde ABD’de devletin katkısı birkaç önemli istisna dışında kısıtlı kalmıştır. 1958 de küçük yatırım şirketlerini teşvik için Küçük İşletmeler Yatırım Ortaklıkları (SBIC) programı yasalaştırıldı. Program ilk on yıllık sürede suuistimal edilse de ülkede iki önemli gelişmeye ön ayak olmuştur. Bunlardan ilki firmaların kendi fonlarının borç vermek için kullanılmasına izin veren borçlanma garantisiydi. Bu garanti, yatırımcılar için düşük maliyetli sermayeyi sağlamış oldu. İkinci önemli gelişme ise, SBIC programı Amerika’ da yaşanan ve Büyük Depresyon diye bilinen dönemde çıkan, bir şirketin öz sermayesinin %5’ inden daha fazla borçlanmasına izin vermeyen yasal sınırlamaların gevşetilmesi idi. SBIC programına dahil olan bankalara sahip oldukları sermayelerini risk sermayesi yatırımlarında kullanmasına izin verildi. Özellikle 1960 ve 1970 ‘li yıllarda risk sermayesinin en önemli kaynağı bankalardı. 1980’lerde ise bunların yerini bağımsız firmalar almaya başlamıştır⁷.

ABD de risk sermayesi hakkında kayda değer bir etkisi olan diğer bir federal yasal düzenleme, 1970’li yıllarda emeklilik fonları kanunlarındaki bir dizi çok önemli değişiklikleri içermektedir. Bunlardan ilki emeklilik fonlarının 1974’de risk sermayesinde kullanılmasını sağlayan yasal düzenlemedir. Ayrıca 1980’li yıllarda sermaye kazancı vergi oranının aşağıya çekilmesi, risk sermayesi yatırımını daha da cesaretlendirmiştir.

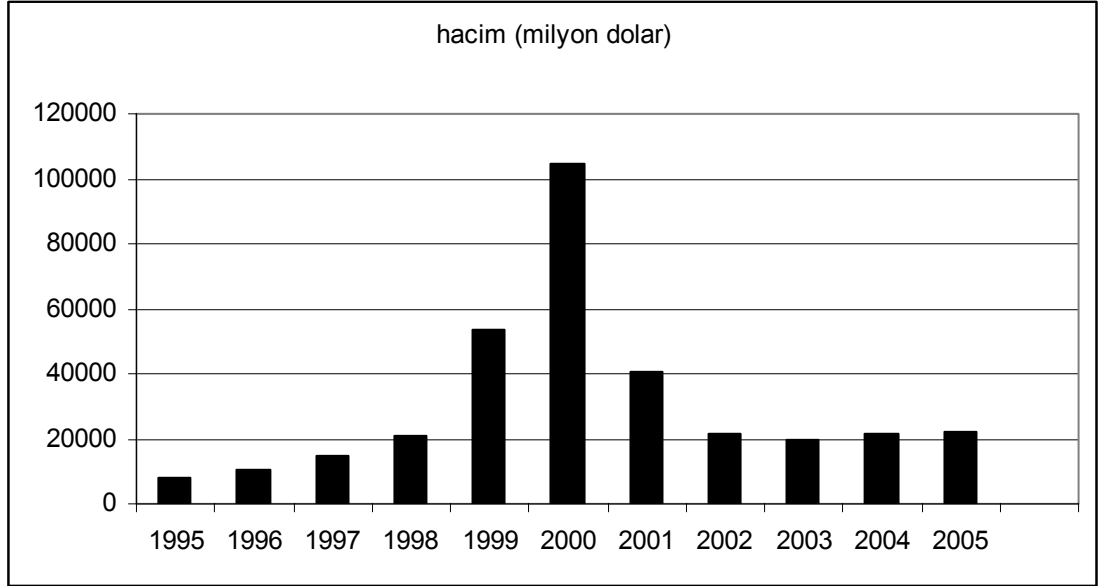
⁷ Martin Kenney, Age, s.6

1.4. Dünyada Ve Türkiyede Risk Sermayesi

Bilindiği üzere risk sermayesi yatırımları özellikle ABD’ de başarılı şekilde uygulanmaktadır. ABD’ de Macintosh bilgisayarlarının üreticisi Apple Computer İnc ve Digital Equipment Cooperation, Microsoft şirketleri risk sermayesi yatırımları ile kurulmuş şirketlerdir. ABD’de risk sermayesi yatırımlarını gerçekleştiren kuruluşlar olan SBIC’s önceleri yatırımlarını ortaklık yerine faizli kredi tahsisi şeklinde gerçekleştirirken, bu uygulamanın başarılı sonuçlar vermemesi üzerine risk sermayesi yatırımları ortaklık şeklinde şirket sermayesine katkı olarak dönüşmüş ve emeklilik fonlarının risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın alabilme imkanlarının getirilmesiyle bugünkü durumuna gelmiştir.

Aşağıdaki tabloda 1995–2005 yılları arasında Amerikan risk sermayesi ticaret hacmi görülmektedir.

Şekil 1.2. 1995 – 2005 yılları arasında Amerikan risk sermayesi ticaret hacmi



Kaynak: 2006 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey, www.nvca.org

Tabloda görüldüğü üzere 1999 – 2001 yılları arasında ABD de risk sermayesi yatırımları büyük bir artış göstermiş ve sonra normal seyrine dönmüştür. Bu yıllar arasında internet teknolojisine dayalı endüstride hızlı bir gelişme olmuştur. Dolayısıyla RS şirketleri büyük beklentiler karşılığında yatırımlar yapmışlardır. İnternet sektörünün

kaldırabileceğinden fazla olan bu şirketlerin büyük bir kısmı kapanmıştır. 1999'da artan hacim, 2000'de en üst düzeye çıkmış ancak 2001'de büyük bir düşüş yaşanmıştır.

Tablo1.2 Yıllar itibarıyla ABD de risk sermayesi yatırımı yapan şirket - anlaşma sayısı ve anlaşma tutarları

Yıl	Şirket sayısı	Anlaşma sayısı	Yatırım tutarı (milyon \$)
1996	1996	2469	10762.3
1997	2487	3079	14589.0
1998	2898	3550	20718.9
1999	4343	5396	53488.0
2000	6287	7812	104379.9
2001	3753	4451	40537.8
2002	2595	3054	21696.1
2003	2399	2877	19616.3
2004	2533	2991	21768.9
2005	2589	3039	22380.3
2006*	759	761	5625.3

Kaynak: 2006 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey, www.nvca.org,
* ilk çeyrek

Tablo1.3. 2006 ilk çeyreğinde ABD de risk sermayesi yatırım alanları ve tutarları

No.	Sektör	Şirket sayısı	Anlaşma sayısı	Yatırım tutarı (milyon \$)
1	Yazılım	197	197	1224.9
2	Biyoteknoloji	85	85	808.0
3	Telekomünikasyon	70	70	601.4
4	Tıbbi araçlar ve ekipmanlar	70	70	690.3
5	Medya ve eğlence	57	57	395.7
6	Yarıiletkenler	52	53	446.8
7	İnternet teknolojileri	36	36	223.6
8	Enerji / endüstriyel	34	34	175.2
9	Networking ve ekipmanları	29	29	230.9
10	İş ürünleri ve hizmetler	25	25	139.2
11	Elektronik ve araçları	24	24	201.5
12	Sağlık	22	22	117.2
13	Finansal hizmetler	19	19	128.5
14	Bilgisayar ve çevre ürünleri	17	18	138.1
15	Tüketici ürünleri ve hizmetleri	12	12	71.4
16	Perakendecilik/dağıtım	9	9	32.0
17	Diğer	1	1	0.6
-	Toplam	759	761	5625.3

Kaynak: 2006 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey, www.nvca.org

Yukarıdaki tabloda görüldüğü üzere ABD'de risk sermayesi yatırımları ağırlıklı olarak yüksek teknolojiye yönelmiştir.

Tablo 1.4. ABD de 2006 ilk çeyrek için yatırım aşamasına göre risk sermayesi yatırımları.

No.	Yatırım aşaması	Şirket sayısı	Anlaşma sayısı	Yatırım tutarı (milyon \$)
1	Tohum	25	25	30.6
2	Başlangıç	176	176	834.3
3	Erken aşama	18	18	66.0
4	Genişleme	279	279	2238.9
5	Geç aşama	262	263	2455.6
-	Toplam	760	761	5625.3

Kaynak: 2006 PricewaterhouseCooper/Venture Economics/NVCA MoneyTree Survey, www.nvca.org

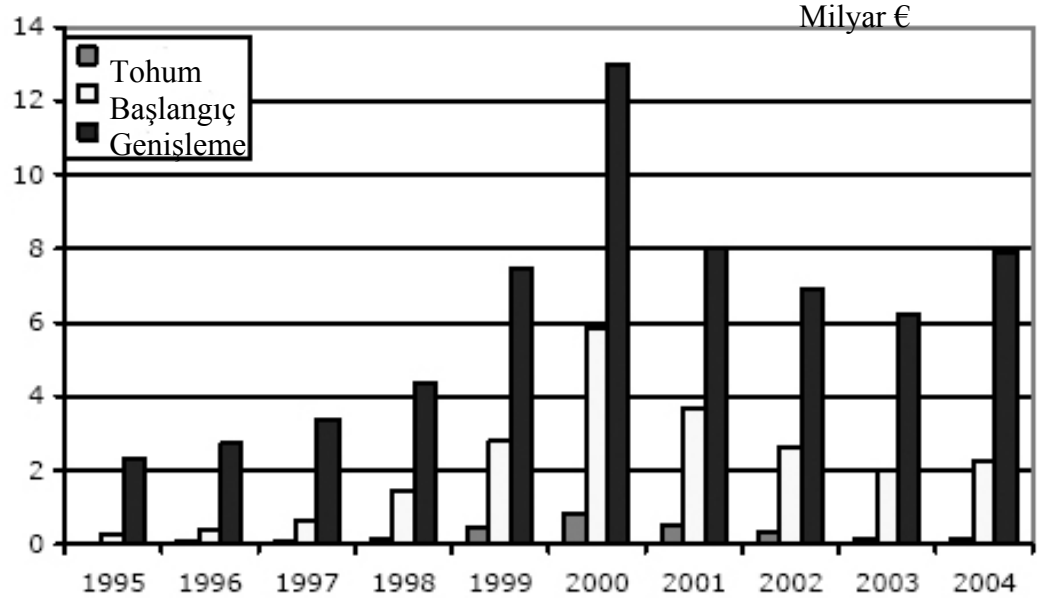
Tablo 1.4. de, ABD’de yatırım aşamasına göre bir ayırım yapıldığında, risk sermayesi kuruluşlarının daha çok genişleme ve geç aşama yatırımları tercih ettikleri görülmektedir.

Japonya’da 1974 yılında risk sermayesi girişim merkezi kurulmuş olup, KOBİ’lere bankalarca verilen yatırım kredilerinin %80’ i oranında kefalet verilmektedir. Japonya’da risk sermayesi şirketleri önceleri kamu kuruluşlarının desteğinde kurulmuş daha sonra banka ve aracı kuruluşlar tarafından kurulan risk sermayesi şirketleri ile geliştirilmiştir. ABD’nde risk sermayesi yatırımları daha ziyade başlangıç sermayesinin sağlanmasında ağırlık kazanırken Japonya’da genelde gelişme aşamasındaki şirketlere yönelmektedir. Japonya’da risk sermayesi şirketlerince desteklenen firmaların üçte ikisi 10 yıldan eski şirketlerdir.

Avrupa Topluluğu ülkelerinde risk sermayesi kaynaklarının büyük bir bölümü bankalar tarafından yaratılmaktadır. Genel olarak AT ülkelerinde risk sermayesi yatırımı işletmenin hisse senetlerini alarak değil borç karşılığı kredi verilerek yapılmaktadır. Çünkü bankalar risk almaktan kaçınmaktadırlar. Avrupa’da bu konuda en gelişmiş ve köklü uygulamalara sahip ülke İngiltere’dir. İngiltere’de holdingler, bankalar ve bölgesel kuruluşlar risk sermayesi kaynağını oluşturmaktadır. Bankalar gelişme potansiyeli taşıyan küçük ve orta boy işletmelerin hisse senetlerini satın alarak bu şirketlere ortak olmakta ve gerekli sermaye desteğinin sağlamaktadırlar. Şekil 1.3. de AB de toplam olarak risk sermayesi hacmini görülmektedir. Yine görüldüğü gibi 1999-2001 yılları arasında ABD’de olduğu gibi sektör, internet şirketleri hakkındaki karlılık beklentilerinin yüksekliğinden dolayı yatırım hacmini arttırmıştır. 2001 de beklentilerin

önemli bir kısmı başarısız olmuştur. Ancak ortaya çıkan olumsuz tablo ABD'deki gibi ağır olmamıştır. Bunun sebebi olarak AB'de internet teknolojisi sektörü ABD'deki gibi kadar gelişmemiş olması veya bu alanda yeni şirketlere ABD'den çok daha fazla ihtiyaç duyulmasıdır.

Şekil 1.3. 1995-2004 yılları arasında AB'de tohum finansmanı, başlangıç ve genişleme finansmanı tutarları



Kaynak: www.evca.com

Fransa'da bankalar risk sermaye sektöründe ağırlıklı paya sahiptirler. Almanya'da ise risk sermayesi kamu şemsiyesi altında gelişmiştir. 1978 yılında 28 Alman bankasının katılımıyla büyük çapta bir risk sermayesi şirketi kurulmuştur. Devlet bu şirketin zararlarının %75' ini karşılamayı taahhüt etmiştir. Ancak bu uygulama başarılı sonuçlar vermemiş ve kurulan şirket uzun zaman zarar etmiştir. Zarar etme nedenleri arasında bu şirketin yönetiminin oldukça bürokratik yapıda olması ve çok sayıda temsilciden (bankalar, sanayiciler, bürokratlar) oluşması ve kamunun proje değerlendirici durumda olması gelmektedir.

Hollanda'da risk sermayesi fonlarının çoğu kamu kurum ve kuruluşlarınca sağlanmaktadır. En büyük risk sermayesi kuruluşu olan MIP fonunun paylarına devlet, emekli fonları, bankalar ve sigorta şirketleri sahiptir. Risk sermayesi sektörüne önemli

bir katkıda, önemli bir katkıda merkez bankasının garanti düzenlemeleri olmuştur, buna göre kişisel yatırımlardaki zararlar garanti edilmiştir⁸.

Aşağıdaki tabloda AB’de sektörlere göre risk sermayesi yatırımlarının dağılımları verilmiştir.

Tablo 1.5. 2005 ve 2006 (2. çeyrek) yıllarında AB de sektörlere göre risk sermayesi dağılımı

No.	Sektör	2005		2006	
		Anlaşma sayısı	Yatırım tutarı (Milyon Euro)	Anlaşma sayısı	Yatırım tutarı (Milyon Euro)
1	Endüstriyel Üretim	83	1352	14	508
2	Yazılım, Medya, Enformasyon	31	1278	6	459
3	Profesyonel Hizmetler	16	1074	4	428
4	Finans ve Sigorta	111	972	36	359
5	Gayrimenkul	76	801	30	274
6	Gıda, Tekstil Ve Mobilya	37	668	10	283
7	Telekomünikasyon	101	498	60	183
8	Konaklama	29	533	15	185
9	Kimya ve İlaç	44	520	7	201
10	Toptan Satış	16	542	2	165
11	Bilgisayar ve Elektronik	14	386	4	155
12	Perakende Satış	26	455	4	162
13	Ulaşım ve Lojistik	25	408	16	156
14	Diğer	16	361	5	158
15	İnşaat	6	283	45	138
16	Kamu Hizmet Kuruluşları	66	273	11	105
17	Madencilik	43	293	8	128
18	Sağlık	7	130	2	51
	Toplam	749	10827	276	4098

Kaynak: 2006 EVCA Yearbook, www.evca.com , 17/06/2006

Kanada’da risk sermayesi, CDC (Canadian Development Corp.)’un kurulmasıyla başlamıştır. CDC, özel sektöre ait başarılı risk sermayesi şirketlerinin hisselerini alarak destek sağlamıştır. Risk sermayesine benzer bir sistemle çalışan Federal İş Geliştirme Bankası ise yeni kurulacak işlere kredi veya sermaye finansmanı sağlamaktadır. Ülkede teknoloji üreten şirketler için giderlerin tamamı vergiden düşülmektedir. Federal Hükümet ayrıca özel, yüksek riskli projelerin yatırım tutarının

⁸ Orhan Küçük: “Girişimcilik ve Küçük İşletme Yönetimi”, Seçkin Yayınları, Ankara, 2005, s.289

%75'ine kadar fon sağlayabilmektedir⁹. Aşağıdaki tabloda Kanada da 2005'te sektörlere göre risk sermayesi yatırımları verilmiştir.¹⁰

Tablo 1.6. 2005 yılında Kanada'da sektörlere göre risk sermayesi dağılımı

No.	Sektör	Şirket sayısı	Anlaşma sayısı	Yatırım tutarı (milyon \$)
1	Biyoilaç	65	234	344
2	Telekomünikasyon Networking ve ekipmanları	60	199	335
3	Yazılım	102	269	286
4	Üretim	68	105	139
5	Elektronik ve araçları	38	118	123
6	İnternet teknolojileri	37	96	104
7	Müşteri ve iş hizmetleri	59	93	101
8	Tıbbi araçlar ve ekipmanlar	20	57	77
9	Diğer	55	82	69
10	Enerji / çevresel teknolojiler	31	59	65
11	Yarıiletkenler	10	31	50
12	Diğer teknolojiler	27	61	45
13	Müşteri ürünleri	35	60	38
14	Diğer IT hizmetleri	16	30	26
15	Sağlık	6	15	14
16	Biyoteknoloji	10	22	11
-	Toplam	639	1.531	1.829

Kaynak: www.cvca.com, 16/05/2006

Risk sermayesi kavramı Türkiye'de resmi literatüre 1986 yılında girmiştir. 1990'lı yıllarda bazı yasal düzenlemeler getirilmiştir. Bu düzenlemeler Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yatırımcılar Dairesi'nin Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı İzahnamesi'nde özetle şöyle belirtilmiştir. Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8'inci maddesinin 4 no'lu bendinin (c) alt bendi uyarınca, risk sermayesi (girişim sermayesi) yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliğinden doğan kazançları kurumlar vergisinden istisnadır. Ayrıca, GSYO kazançları 4369 sayılı Yasa ile düzenlenen %25 oranlı geçici vergi uygulamasına da tabi değildir. Gelir Vergisi Kanunu'nun 75. maddesinin 4 numaralı bendi uyarınca GSYO'ların portföy işletmeciliğinden doğan kazançları gelir vergisi tevkifatına tabidir. Gelir Vergisi Kanunu'nun 94-6/a maddesi uyarınca risk sermayesi (girişim sermayesi) yatırım ortaklıklarının portföy işletmeciliği kazançları

⁹ Orhan Küçük, Age, s.289

¹⁰ www.cvca.com, 16/05/2006

üzerinden yapılacak gelir vergisi tevkifatı oranı, 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı ile % 0 olarak belirlenmiştir. Ayrıca risk sermayesi yatırımcıları hakkında çerçeve net olarak 20/3/2003 tarihli ve 25054 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VI, No:15 sayılı SPK tebliği ile düzenlenmiş, son olarak 07 Ocak 2004 tarihli resmi gazete'de yayımlanan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinde Değişiklik Yapılmasına Dair Tebliğ (Seri VI, No:16) ile önceki tebliğin 4. maddesinde değişiklik yapılmıştır.

Bilim ve Teknoloji Yüksek Kurulu, 25 Ağustos 1997 tarihinde yapmış olduğu toplantısında bir dizi karar alarak Yaratıcı girişimciliği teşvik etmenin; özellikle de, yenilik yaratmaya yönelik genç beyinleri girişimde bulunmaya yönlendirebilmenin araçlarından biri olan Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları'nın etkinliğini artırabilmek ve yaygınlaşmalarını sağlayabilmek için alınması gereken önlemleri belirleyerek bir rapor halinde Başbakanlığa sunmak üzere, DPT Müsteşarlığı'nın koordinasyonunda; Maliye Bakanlığı, TÜBİTAK Başkanlığı, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanlığı, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, KOSGEB Başkanlığı, TOBB Başkanlığı, Hazine Müsteşarlığı, TTGV Genel Sekreterliği ve Vakıf Risk A.Ş temsilcilerinden oluşan bir çalışma grubunun kurulmasını öngörmüştür.

Bu toplantıda, Risk sermayesi kültürünün ülkemizde yerleşmesinin kısa sürede gerçekleşmemiş olmasına esas olarak iki neden gösterilmiştir. Birincisi; ülkemizdeki mevcut ekonomik koşulların yatırımcıları kısa vadede getirisi olmayan, kar garantisi olmadan uzun vadeli yatırımlara yönelmelerini zorlaştırması; ikincisi ise risk sermayesi kültürünün yerleşmiş olduğu sanayileşmiş ülkelerde olduğu gibi başlangıç yıllarında Devlet desteğine ihtiyaç duyulmasıdır. Diğer bir neden olarak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Tebliğinde sınırlayıcı hükümlerin bulunmasına işaret edilmekle beraber, risk sermayesi şirketlerinin kurulması ve yaygınlaşması için öncelikle kaynak sorununun çözümü gerektiği bilinmektedir.

OECD ülkelerindeki uygulamada olduğu gibi, risk sermayesi şirketlerinin ülkemizde yaygınlaşması için Devlet desteğinin gerekliliği üzerinde durulmaktadır. Sağlanacak Devlet desteğinin

- a) Doğrudan kaynak temini
- b) Mali teşvikler

c) Dolaylı Devlet desteği şeklinde olabileceği ve bu desteklerin aşağıda belirtildiği şekilde gerçekleştirilmesinin mümkün olabileceği düşünülmektedir¹¹.

- Risk sermaye şirketlerine kaynak yaratmak amacıyla Kamu ağırlıklı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı kurulması,
- Risk sermaye şirketlerine yatırım yapan yatırımcıların zararlarının karşılanması ve risk sermaye şirketlerinin ticari bankalardan temin edecekleri kredilere garanti vermek için Garanti Fonunun kurulması,
- Bazı kuruluşların Kuruluş Kanunlarında fon yaratmak için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması, (Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu ve diğer...)
- Teşvik Mevzuatının yeniden gözden geçirilmesi,
- Vergi Kanunlarında gerekli düzenlemelerin yapılması,
- Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Tebliğinde gerekli değişikliklerin yapılması.

Günümüzde Türkiye’de risk sermayesi yaklaşık olarak 790 milyon \$ fon büyüklüğüne ulaşmıştır. Bu değer 1996-2006 yılları arasındaki yatırımları kapsamaktadır. Alternatif finansman aracı olarak son yıllarda gündeme gelen risk sermayesi Türkiye’de emekleme dönemini aşmaya çalışmaktadır. Ülkemizin içinde bulunduğu kırılgan ekonomik yapı henüz bu sektörün beklenen performansı yakalayamamasına neden olmaktadır. 10 yıldan fazla bir maziye sahip olan risk sermaye şirketlerinin sayısı oldukça azdır. Vakıf Risk, İş Risk, KOBİ A.Ş., Türkven, Soros, ATA Invest, Fiba Invest, Siemens, Ericsson Crea World, Koç Bilgi Grubu ve AIG bu sektörde faaliyet gösteren belli başlı şirketler arasındadır. Türkiye’de faaliyet gösteren risk sermayesi şirketlerinin listesi, portföyleri ve bazı yatırımlardan çıkış miktarları ilgili detaylı bilgiler EK-1 de verilmiştir.

Ek-1 de sunulan Türk Risk Sermayesi Derneği’nin 1996-2006 yılları arasında yaptığı araştırmada Türkiye’de RS yatırım tutarları verilmiştir. Ek-1 de sunulan tablodan aşağıdaki sonuçlar çıkmaktadır.

¹¹ www.tubitak.gov.tr/btpd/btspd/btyk/kararlar/karar11.html, 2006

Tablo 1.7. Türkiye’de Risk Sermayesi yatırım tutarları (beyan edilen değerler dikkate alınmıştır);

Yatırım adedi	Yatırım tutarları
63	772 Milyon \$
2	15 Milyon €

Tablo 1.8. Türkiye’de yatırıma ortaklık paylarının yüzde olarak dağılımı (beyan edilen değerler dikkate alınmıştır);

Ortaklık payı (%)	Yatırım adedi	Toplamda payı (%)
1-20	9	40,91
21-40	4	18,18
41-60	4	18,18
61-80	2	9,09
81-100	3	13,64
Toplam	22	100

Tablo 1.9. Türkiye’de yıllara göre risk sermayesi yatırım tutarları (beyan edilen değerler dikkate alınmıştır);

YIL	TUTAR (milyon \$)
1996	22,50
1998	5,60
1999	230,70
2000	22,80
2001	12,83
2002	9,62
2003	119,50
2004	3,00
2005	349,90
2006	15,50
Toplam	791,95

Ek-1 de sunulan Türkiye RS verileri ışığında diyebiliriz ki, Türkiye’de RS yatırımlarında, yatırımcılar ağırlıklı olarak %1-%20 arasında ortaklık payı ile yatırım yapmaktadırlar. En düşük oran ise %61-80 arasındadır. Bu veriler aynı zamanda Türkiye’de hangi yatırım aşaması ne kadar tercih edilmekte olduğunu göstermektedir. Bilindiği üzere tohum ve başlangıç finansmanında RS yatırımcısının yatırıma aktardığı

fon miktarı, girişimciye kıyasla daha yüksektir. Diğer aşamalarda ise bu miktar azalmaktadır. Bunlar dikkate alındığında Türkiye’de büyüme ve genişleme yatırımlarına daha fazla önem verilmektedir.

1.5. Risk Sermayesinde Taraflar

Risk sermayesinin tarafları; mucitler, girişimciler ve risk sermayedarı olmak üzere üç ana grupta toplanabilir¹². Bu gruplandırmayı kullanılan risk sermayesinin özelliğine göre daha da genişletmek mümkündür.

Mucitler; teknik alanda, belirli bir sorunun çözümünü bulan ortaya çıkaran kişilerdir. İcatlar yeni bir ürün veya var olan bir ürüne yeni kullanım alanı ya da üretim şeklinde yenilik olmak üzere gruplandırılabilir¹³.

Girişimci; yeni pazar, yeni tedarik şekilleri ve mali kaynaklar bulup, yeni ürün ve üretim teknikleri geliştirerek refah üretme ve iş üretme kapasitesi yaratan kişidir.

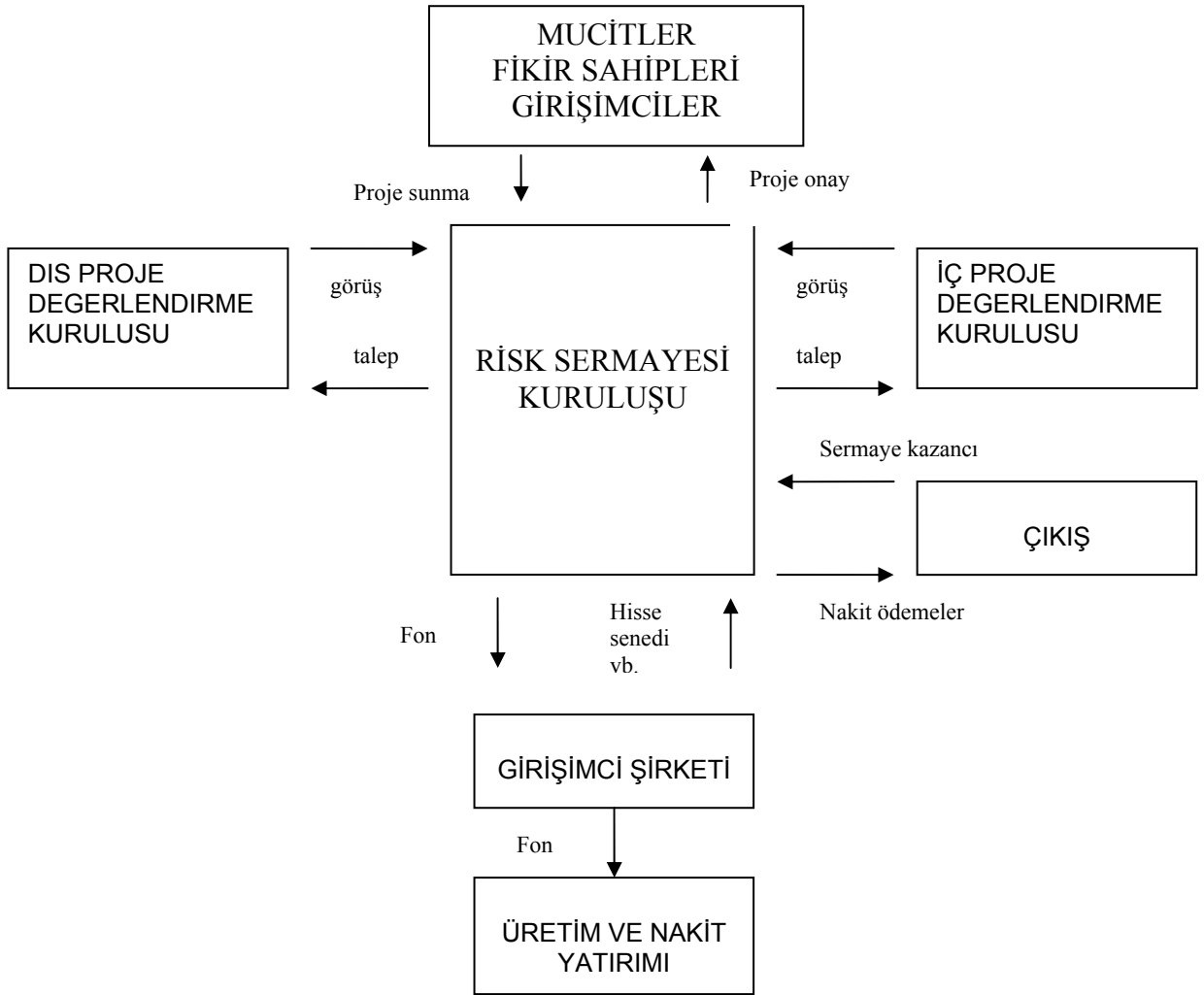
Risk sermayedarı veya finansörü; genel olarak risk sermayesi sağlayan kişi veya kurumlardır. Risk sermayedarı limited veya anonim ortaklığı olabileceği gibi, şahıslar, emeklilik fonları, bankalar, sigorta şirketleri, sosyal güvenlik fonlarından da oluşabilir.

Risk sermayesi tarafları arasındaki ilişki aşağıdaki şekil 1.4. te daha açık bir şekilde görülmektedir.

¹² Oktay Aydın, Melih Baş: “2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi Ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi”, Mali Yapı Ve Mali Piyasalarla İlgili 3. İzmir İktisat Kongresinde Sunulan Bildiri.

¹³ Müge İşeri, Age, s17

Şekil 1.4. Risk sermayesi tarafları arasındaki ilişki

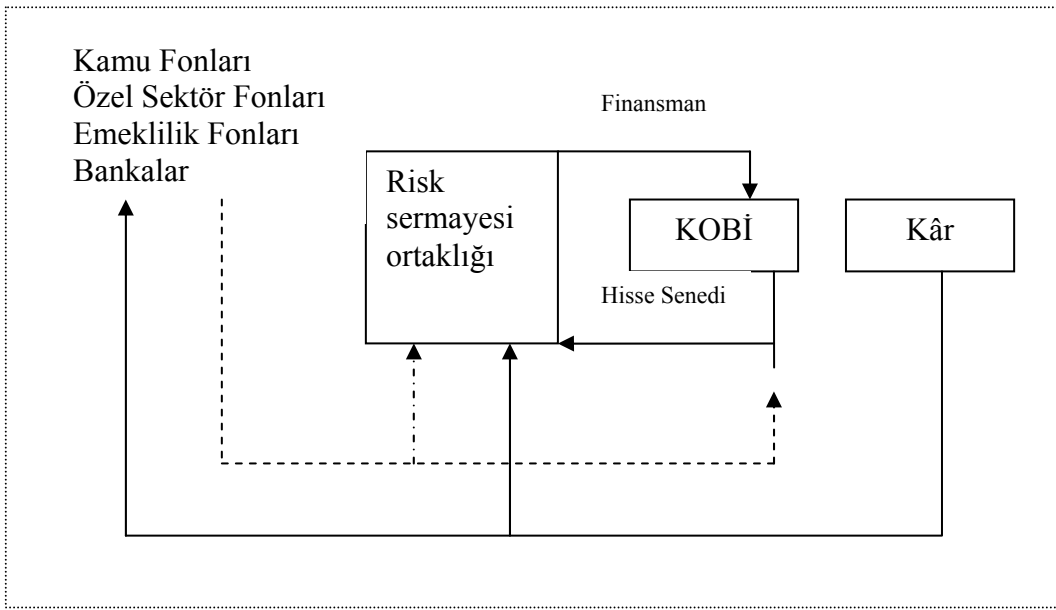


1.6. Risk Sermayesinin Kaynakları

Risk sermayesi yapısı gereği geri dönüşümü uzun yıllar alan bir finansman şeklidir. Bu nedenle bu alanda faaliyet gösteren şahıs veya kurumların varlıklarını sürdürebilmek için sermaye yapılarının güçlü olması gerekmektedir. Buna bağlı olarak risk sermayesi şirketleri büyük servete sahip şahıslar ve ellerinde çok yüksek miktarda fon bulunduran şirketler veya kurumlar risk sermayedarlığı yapabilirler.

Risk sermayesi kaynakları ülkeden ülkeye değişebilmektedir. Bunda ilgili devletin ekonomik yapısı, kamu veya özel sektörün finansman gücü gibi etkenler önemli rol oynamaktadır. Örneğin ABD de risk sermayesinde en büyük pay emeklilik fonları iken AB de bankalar olabilmektedir. Şekil 1.5 te risk sermayesi finansman kaynakları ile olan ilişkisi açık bir şekilde görülmektedir. ¹⁴

Şekil 1.5. Risk sermayesi şirketlerinin finansman kaynakları



Tablo 1.7. te ise ABD, İngiltere ve Türkiye arasında fon kaynaklarını oluşturan kuruluşlar açısından bir tablo görülmektedir¹⁵.

Tablo1.10. Risk Sermayesi (RS) Fon Kaynaklarının Karşılaştırılması

ABD	İngiltere	Türkiye
1. Bağımsız RS ortaklıkları	1. Bankaların oluşturduğu fonlar	1. Bağımsız RS şirketleri (Vakıf Risk A.Ş., İş Risk A.Ş.)
2. Şirketlerin RS ile ilgili kuruluşları	2. Yatırım kuruluşları destekli fonlar	2. Şirketlerin RS bölümleri
3. İş geliştirme şirketleri	3. BES (Business Expansion Funds)	3. Küçük işletmelere yatırım yapan özel şirketler
4. Küçük işletme yatırım şirketleri	4. Şirket ve diğer özel sektör fonları	4. Ar-Ge konusunda faaliyet gösteren özel ortaklıklar
5. AR-GE ortaklıkları	5. Yarı resmi kuruluşların fon kaynakları	5. Bankaların bu alanda faaliyet gösteren kolları
6. Özelleşmiş fonlar ve incubator'ler		

¹⁴ G. C. Akaya, M. Y. İçerli: "Kobi'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli", Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 3, Sayı: 3, 2001, s. 66

¹⁵ <http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/Ekimdergi2004/Beytullah.htm>

Tabloda görüldüğü gibi her ülkede fon kaynakları farklılık göstermektedir. Bunun nedeni her ülkede mali yapının farklı olmasıdır. ABD de özel fonlar daha kuvvetliken, İngiltere’de bankaların oluşturduğu fonlar, Türkiye’de ise banka destekli bağımsız risk sermayesi şirketleri ön plana çıkabilmektedir.

1.7. Risk Sermayesinde Finansman Şekilleri

Risk sermayesi finansman modelini esas olarak dört gruba ayırmak mümkündür.

Bunlar :

Fikir aşamasındaki yatırımlar – tasarım finansmanı

Başlangıç yatırımları

Genişleme yatırımları

Yatırımdan çıkış

Ancak uygulamada bu sayı artmaktadır. Bunun nedeni işletmelerin çeşitli ihtiyaçlarından kaynaklanabilmektedir. Risk sermayesi sadece tasarım veya başlangıç için değil bunların yanında örgütlenme, üretim veya satışı başlatmak, Pazar payı genişletme veya halka açılma amaçlıda olabilmektedir. Bu yönden baktığımızda liste biraz daha artabilmektedir.¹⁶

1.7.1. Tasarım Finansmanı

Fikir devresi olup, girişimciye görüşünü kanıtlaması için görece olarak az miktarda destekte bulunulur. Girişimciye veya herhangi bir ürünü icat eden kişiye görüşünü icadını ispat etmesi amacıyla verilir. Geri dönüşümü yaklaşık olarak 10 - 12 yıl sürebilmektedir¹⁷. Bu evrede kullanılan sermaye daha çok fizibilite, iş planı geliştirilmesi, ürün ve Pazar araştırmalarında kullanılmaktadır. Yapılan istatistikler projelerin %70 inin tohum finansmanı aşamasında terk edildiğini göstermektedir¹⁸.

Risk sermayesi finansman türleri içinde en risklisi olan tasarım finansmanıdır. Girişimcinin veya mucidin öne sürdüğü fikir veya icadın gerçekten bir değere sahip olup olmadığı uzun araştırmalardan sonra ortaya çıkabilmektedir. Risk sermayedarı bu

¹⁶ Memet Özkan: “Risk Sermayesi Hakkında”, www.bilgiyonetiimi.org, 2006

¹⁷ Müge İşeri, Age, s43

¹⁸ Mark Abrams: “Venture Capital Angels”, Vfinans.com/articles, 12.09.2000

süreyi mümkün olduğunca kısaltmaya ve yatırdığı sermayenin geri dönüşümünü hızlı bir şekilde elde etmeyi amaçlar. Bu aşamada daha çok melek yatırımcılar diye bilinen zengin kişiler yatırım yapmaktadırlar.

1.7.2. Başlangıç Finansmanı

Örgütlenme devresinde olup henüz ürün satışını gerçekleştirmemiş şirketlere destekte bulunulur. Bu aşamada firma kurulmuştur. Teknolojik yeniliğin projesi hazırlanır, üretim planı ve pazarlama stratejileri belirlenir. Sadece ürün ticari olarak satılma aşamasına gelmemiştir. Yani kısaca ürün veya hizmet prototipten elle tutulur bir hale getirilmektedir. Yine bu aşamada da risk sermayedarı daha çok melek yatırımcılardır. Bu aşamada risk çok yüksek ve yatırım süresi 5 veya 10 yıldır.

1.7.3. Birinci Devre Finansmanı

Gelişimini tamamlamış ve ticari üretimi-satışı başlatmak için fona gereksinim duyan şirketlere destekte bulunulur. İşletme için çok düşük veya sıfır satış hasılatı söz konusudur. Şirketin net nakit akışı yetersizdir. Yatırım süresi 3 veya 7 yıldır risk yüksek olarak tanımlanır. Risk sermayedarları ağırlıklı olarak artık daha büyük kurumsal yatırımcılar olabilmektedir.

1.7.4. İkinci Devre Finansmanı

Bu aşamada üretimde olup henüz kara geçmemiş şirketlere destekte bulunulur. İşletmeler daha çok tam kapasiteyle üretime geçmeye çalışırken bu finansmanı kullanırlar. Aynı zamanda hedef pazarı büyütme, ölçek ekonomilerden yararlanmak ve marka imajı oluşturulmak içinde kullanılmaktadır. Yatırım süresi 1 veya 3 yıldır. Risk orta seviyededir.

1.7.5. Üçüncü Devre Finansmanı

Bu aşamada sağlanan finansman ile işletme, ürün geliştirme, üretim tesislerini geliştirme – büyütme – modernleştirme, pazarlama veya çalışma sermayesini artırma amaçlı kullanılır. Yatırım süresi 1 veya 3 yıl, risk seviyesi ortadır.

1.7.6. Köprü Finansman

Bu aşamada 6 ay–1 yıl içerisinde halka açılmak isteyen şirketlere destekte bulunulur. Risk sermayedarı kurumlar işletmenin halka açılmasında izlenecek yol yöntemleri işletme için belirler. Finansman yerine daha çok yönetsel destek verilmektedir.

Köprü aşaması yatırımları, belirli bir büyüklüğe ulaşmış olan şirketin, bir halka arz ve/veya stratejik satış öncesinde mali profilini düzeltmek ve şirketi bu tür satışlara uygun hale getirmek amacı ile yapılan yatırımlardır¹⁹.

1.7.8. Yerine Koyma ve Şirket Kurtarma

Diğer girişim sermayesi yatırımları ise yerine koyma veya şirket kurtarma finansmanı tarzındadır. Yerine koyma finansmanında halka açılma öncesi projeden çıkmak isteyen ortakların paylarının satışının sağlanması hedeflenir. Kurtarma finansmanında ise zarardaki bir firmanın bazı ek finans olanakları ile karlı bir hale getirilmesi söz konusudur²⁰.

Kurtarma yatırımlarında ise amaç, şirketin içinde bulunduğu mali zorluklardan kurtulması, yeniden yapılanması ve kara geçebilmesi için gerekli olan finansmanın girişim sermayesi şirketi tarafından karşılanmasıdır. Türkiye'de pek fazla rastlanmayan her iki tür yatırım da İş Girişim Sermayesi'nin öncelikli yatırım alanına girmemekle birlikte doğabilecek potansiyel fırsatların değerlendirilmesi düşünülmektedir.

1.7.9. Kuruluşun Kendi Yönetici Kadrosu Tarafından Satın Alınması

İşletmenin zorluklar içinde olduğu ve yöneticilerinin tasfiyeyi düşündükleri şirketlere destekte bulunulur. Yönetimin satın alması, bir şirketin mevcut yönetimi tarafından alınmasıdır. Bu tür satın almalarda girişim sermayesi şirketleri, yöneticilerin finansman ihtiyaçlarının bir kısmını ya da tamamını karşılayarak satın alınan şirkete ortak olabilirler.

¹⁹ www.isgirisim.com.tr , 2006

²⁰ www.spk.gov.tr, 2006

1.7.10. Amaçlı Birikim

Risk sermayesi sağlayıcısının, bir şirketin hisselerini daha büyük işletme grupları oluşturarak daha çok kazanmak için şirketi satın almasıdır²¹.

1.7.11. Özelleştirme

Gelişmekte olan ülkelerde yürütülmekte olan özelleştirme çalışmaları kapsamındaki şirketler, bu ülkelerde faaliyet gösteren girişim sermayesi şirketlerinin ilgi alanına girmektedirler²².

1.7.12. Yatırımdan Çıkış

Bu aşamada yatırımcı önceden belirlediği hedeflere ulaştığında yatırımdan çekildiği aşamadır. Yatırımdan çıkış şekli uygulamada daha çok halka arz şeklinde olsa da, diğer yöntemler şirket birleşmesi, şirket satın almaları, yeni bir yatırımcı bulunması, tasfiye veya başka bir kişi veya gruba toplu satış şeklinde de olabilir²³.

1.8. Yatırım Araçları

Risk sermayesi finansman araçları, yatırımın türüne göre değişebilmektedir. Risk düzeyine göre getiri, yönetime katılma, nakit akışı, sermayeye katılma, gelecekteki likitidasyon olanakları, yönetim kurulunun kontrolü gibi faktörler araçların seçiminde önemli etkenlerdir. Bu gibi faktörler çerçevesinde taraflar yani girişimci ve risk sermayedarı anlaşarak yatırımın hangi aracı kullanarak yapılacağını kararlaştırır. Bu araçlar; adi hisse senedi, kurucu hisse senetleri, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil, imtiyazlı hisse sendi, oydan yoksun hisse senedi veya sadece nakit olarak borç verme şeklinde olabilmektedir.

1.8.1. Adi İmtiyazlı Pay Senetleri

Eğer bir hisse denedi sahibine diğer pay sahiplerinden farklı bir takım haklar sağlamıyorsa adi, ana sözleşmedeki özel hükümler doğrultusunda sahibine diğer pay sahiplerinden farklı ve üstün haklar sağlıyorsa imtiyazlı hisse senedi olarak tanımlanmaktadır. Eğer adi pay hisse senetleri, belli bir süre için kotasyon ve şirket

²¹ Paul Barrow, Age s95

²² www.isgirisim.com.tr, 2006

²³ Paul A. Gompers, Josh Lerner, "The Venture Capital Cycle", MIT press, august 1999, s 203 -204

satışı gibi belirlenen olayların oluşumuna kadar geçen süre için geciktirilmiş ise bu tür adi hisse senetleri ertelenmiş hisse senetleri olarak adlandırılmaktadır.

1.8.2. Kurucu ve İntifa Senetleri

Kuruluş aşamasında veya sermaye arttırımı söz konusu olduğunda rüçhan hakkını kullanan kurucu ortaklar tarafından veya halka arz edilmeleri durumunda üçüncü kişiler tarafından satın alınırlar. İntifa senetleri, ortaklığın kuruluşundan sonra çıkarılan hisse senetleridir. Dağıtılmamış karlar, yedek akçeler, yeniden değerlendirme değer artış fonu, vb işletme içi fonların sermayeye eklenmesi sonucu çıkarılırlar.

1.8.3. Oydan Yoksun Hisse Senetleri

Sermaye Piyasası kurulu oydan yoksun hisse senetlerini, “Ortaklıkların sermaye arttırımı ile ihraç edebilecekleri, sahibine oy hakkı hariç kar payından ve istendiğinde tasfiye bakiyesinden ayrıcalıklı olarak yararlanma hakkı ve diğer ortaklık haklarını sağlayan hisse senetleridir” olarak tanımlamaktadır²⁴.

1.8.4. Tercihli Pay Senetleri

İşletmenin tasfiyesi halinde ilk sırada yer alan senetlerdir. İlerideki bir tarihte veya önceden belirlenmiş bir olayın gerçekleşmesi halinde tamamen veya kısmen adi paylara dönüştürülebilirler.

1.8.5. Pay Senedi ile Değiştirilen Kredi

Uzun dönemde hisse senedine dönüştürülebilir nakdi borçlardır. Herhangi bir teminat karşılığı yoktur, alacaklılar karşısında ikinci dereceden borçtur ve sabit veya LIBOR üzerinden hesaplanan faiz içermektedir.

1.8.6. Hisse Senedi Alma Hakkı Veren Tahviller

Hisse Senedi Alma Hakkı Veren Tahviller veya diğer adıyla varant, önceden saptanmış belirli bir fiyat üzerinden belirli bir sayıda hisse senedi alma hakkını sağlamaktadır. Varant'ta bir seçme hakkı söz konusudur. Bu hakkın sahibi önceden

²⁴ Sermaye Piyasası Kanunu 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun ekiyle 14/A maddesi.

saptanmış bir fiyatla, belli sayıda hisse senedi alabilir veya bu hakkını kullanmayabilir. Seçim hakkı ve kullanma süresi sınırlı olabileceği gibi sınırsızda olabilir²⁵.

²⁵ M. Tükenmez, T. Susmuş, S. Özkan: "Finansal Yönetim", Vizyon Yayınları, İzmir, 1999, s.970

II. BÖLÜM

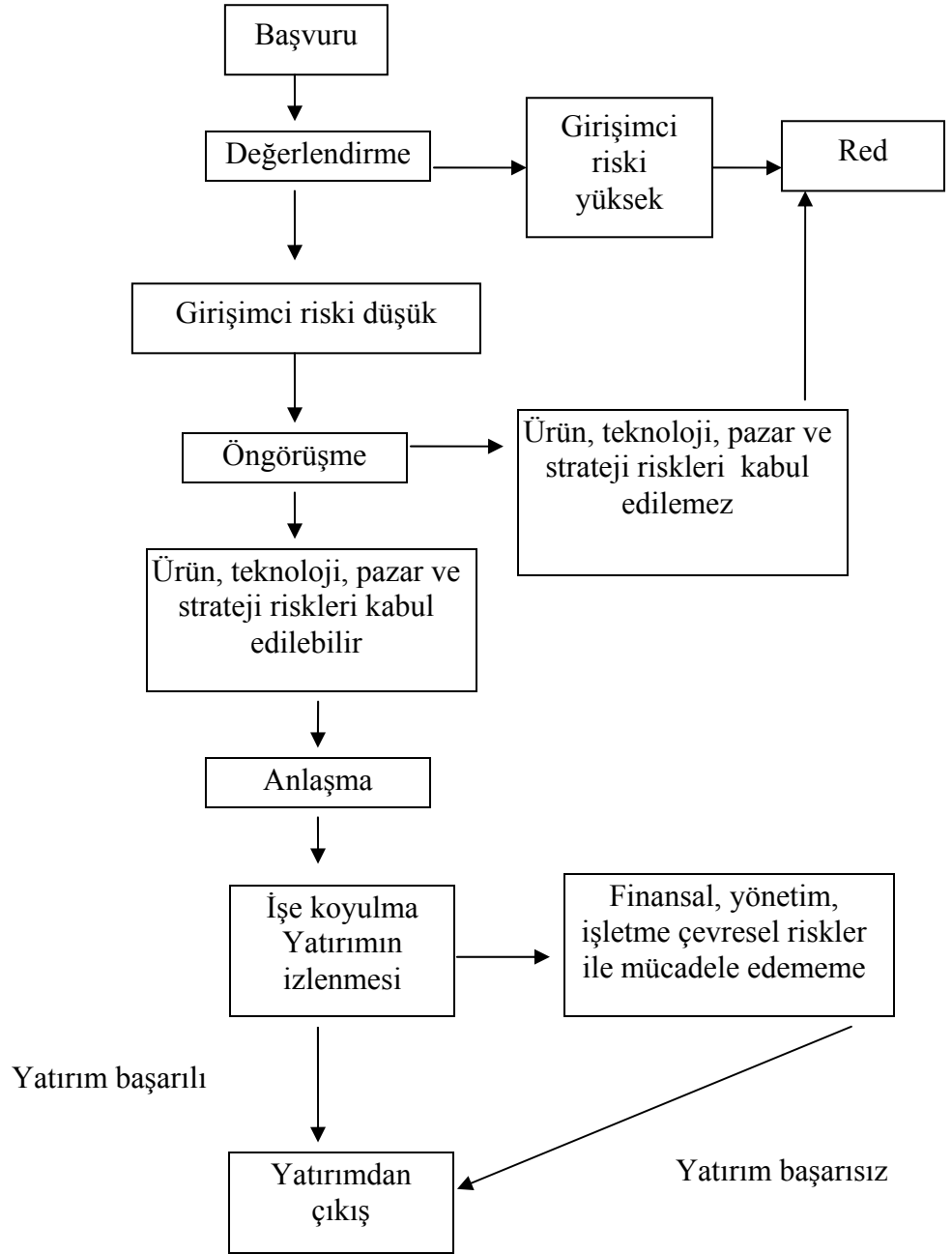
RİSK SERMAYESİ'NDE YATIRIM KARARI ALMA SÜRECİ

Risk sermayesi yatırım süreci girişimcinin başvurusu ile başlar. Girişimci başvuru sebebini veya iş fikrini yazılı olarak risk sermayesi kurumuna iletir. Risk sermayesi kurumu teklifi ön incelemeye tabi tutar. Bu süreçte yatırım fikri objektif bir şekilde incelenir, yatırımın olabilirliği değerlendirilir. Teklifin kabul edilmesi durumunda girişimci ile bir ön görüşme yapılır. Girişimci ile yatırım teklifi üzerine yapılan bu görüşme veya görüşmelerde, yatırım teklifi girişimci tarafından anlatılır ve yatırımcı tarafından sorgulanır. Bir mutabakat sağlandığı takdirde diğer aşamaya geçilir. Risk sermayesi yatırımcısı yatırımın fizibilitesini (bir fizibilite raporu örneği EK-2 de verilmiştir.), ürün, sektör ve piyasa araştırmasını yaparak teklif aşamasına getirir. Teklif aşamasında yatırımcı ve girişimci, yatırım tutarını ve yatırım şeklini, taraflar arasındaki yasal yükümlülükleri, yönetim hakları ve çıkış şekli gibi unsurları içeren bir anlaşma hazırlarlar.

Bundan sonraki aşamada tarafların birlikte çalışması gelir. Yatırımcı profesyonel kadrosu teknik birikimi ile girişimciye daha önceden anlaşılan konularda yardımcı olur. Taraflar beraber çalışarak önemli kararların birlikte alınması, raporların (faaliyet, nakit akışı, bilanço vb.) hazırlanması ve yönetsel kararların alınması hususlarında ortak hareket ederler. Son aşamada, yatırımcı önceden belirlediği hedeflere ulaştığında yatırımda çıkar.

Bu süreci bir şema ile gösterirsek;

Şekil 2.1. Risk sermayesinde yatırım süreci



Süreç esas olarak böyle işlemektedir. Tabii bu yatırım yapılacak alana göre değişebilir. Ayrıca her yatırım başarı ile sonuçlanmayabilir. Yapılan araştırmalara göre

her 10 yatırımdan 2 si çok başarılı, 5'i yaşama kabiliyeti olan işletmeler haline gelmekte, 3'ü ise tasfiye edilmektedir²⁶.

Bu süreçte risk sermayesi yatırımcısı yüksek riskli bir yatırımın analizini çok iyi yapmak zorundadır. İyi bir analiz için öncelikle girişimciden bir iş planı hazırlamasını ister. Risk sermayesi yatırımcısı bu iş planını ya kendi iç denetiminde veya bağımsız bir denetim kuruluşunda inceler. İncelemede göz önüne alınan unsurlar şunlardır:

1. İş planı içeriği ve değerlendirme
2. Riskin değerlendirilmesi
3. Verim oranı veya karlılık analizi, işletme analizi, sektör analizi

2.1. İş Planı

İş planı; hazırlanan proje ile ilgili detayları içeren, projenin amacını, teknik, hukuki ve finansal yapısını ortaya koyan bir rapordur. İş Planı, projenin ayrıntıları(ekonomik, sosyal, hukuki vs) üzerinde durur. İş planının uzun olmasından çok içeriği önemlidir²⁷. Örnek bir iş planı EK-3'de verilmiştir.²⁸

2.1.1. Risk sermayedarına sunulacak bir iş planında olması gerekenler²⁹:

1. Kısa özet (1-2 sayfa, pazarın, yönetimin ve şirketin rekabetçi avantajları).
2. İşletmenin ve sektörün tanımı (şirketin ürünleri, hizmetleri, müşterileri, mali performansı, sorunları, sektörün doğası, cari durumu, beklentileri vb.).
3. Yönetim kadrosunun özeti.
4. Ürünlerin ve hizmetlerin özellikleri ve avantajları (tanım, mülkiyet durumu, rekabetçi avantajlar, potansiyel).
5. Piyasa araştırması ve analizleri (müşteriler, piyasa büyüklüğü ve eğilimi, rekabet).

²⁶ M. Berra Altıntaş, "Bir Finansman Tekniği Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital)", Para ve Sermaye Piyasası dergisi, Aralık, 1986, s.33

²⁷ Nesrin Şirvan, "Risk Sermayesi Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", <http://www.kadirtuna.com/risksermayesi.pdf>, 2002, s.27

²⁸ http://www.dunyagazetesi.com.tr/news_display.asp?upsale_id=41787 , 2006

²⁹ Memet Özkan, "Risk Sermayesi Hakkında", www.bilgiyonetimi.org

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

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

8. 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).

9. Ayrıntılı programlar.

10. Kritik riskler ve problemler.

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

2.2. Proje Değerlendirme

Girişimci hazırladığı iş planını yatırımcıya sunduktan sonra, yatırımcı bu iş planını değerlemeye tabi tutar. Bu değerlendirme kuruluşlara göre değişmekle birlikte bu alandaki kriterler şöyle değerlendirilebilir³⁰

- 1) Piyasaya erişim
- 2) Yönetimin kalitesi
- 3) Gelecekte beklenen getiri
- 4) Coğrafi konum
- 5) Pazara yakınlık
- 6) Finansal güç
- 7) SWOT analizi
- 8) Proje sahibinin etkinliği
- 9) Rakiplere göre avantajlar
- 10) Hisselerin paylaşımı
- 11) Patent hakları
- 12) Hukuki altyapı

³⁰ Barlett W. Joseph: Fundamentals of Venture Capital, Madison Boks, 1999, s43

Projenin getirisi yatırım yapılmadan önce risk/getiri analizi ile belirlenir. Bir tohum ya da başlangıç yatırımı finanse edilecekse yıllık bazda % 50'lik bir getiri aranmaktadır. Fiyatı etkileyen faktörler şöyle sıralanabilir³¹:

- 1) Şirket ne kadar büyüyecek?
- 2) Finansal projeksiyonların doğruluğu
- 3) Ek finansman
- 4) Yatırımdan çıkış opsiyonları
- 5) Likiditasyon
- 6) Dönemsel gelirlerin varlığı

2.3. Riskin Değerlendirilmesi

Risk sermayesi yatırımları tabiatı itibariyle riskli yatırımlardır. Yatırımcılar büyük miktarda fonlarını kullandırırken yatırım aşamasına göre risk üstlenmektedir. Bir risk sermayesi yatırımı aşağıdaki gibi riskleri içerebilir³².

- 1) Teknolojik risk: Hedef pazarda daha yüksek bir teknolojinin varlığı yatırımın cazibesini azaltabilir. Öngörülemeyen teknolojik gelişmeler, teknolojinin ömrü, yatırımın kabullenme süreci, teknolojinin kaynağı ve seviyesi bu risk içinde yer alır³³.
- 2) Girişimci riski: Girişimcinin dürüstlüğü, girişim yapılacak alanda ilk olması, iş konusundaki deneyimi, kaynaklarla iletişimin zayıflığı, pazar ve teknoloji hakkında bilgi yetersizliği sermayedar için birer girişimci riskidir.
- 3) Yönetim riski: Girişimci şirketin yönetimine bağlı olarak, üretim sürecinin karmaşıklığı, organizasyonun kapasitesi, ekipmanların

³¹ Nesrin Şirvan, Agm, s.28

³² Tülay Zaimoğlu, "Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", SPK, Yayın no:15, Ankara, 1995, s. 102

³³ J. P. Gupta, A. Cavalier, S. Dutta, "Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms in an emerging market context", www.sciencedirect.com , 2003, s. 7

yetersizliği, üretim sürecinde aksama, kalifiye olmayan veya yetersiz iş gücü ve yetersiz insan kaynakları yönetimi bu risk grubuna girer.

- 4) Finansal risk: Sermaye piyasasının durumu, endüstrinin hali hazırdaki kaldıraç rasyosu, şirketin gelişme/büyüme olasılığı, döviz riski (yabancı para üzerinden hammadde vb ithal eden işletmeler için) likitide sorunu, beklenen getiri oranının düşüklüğü, standart finansal prosedürler ile ilgili bilgi yetersizliği bu risk grubunda yer alır.
- 5) İşletme riski: İşgücünün motivasyon düşüklüğü, işgücü dönüşümü ve birkaç işçiye bağlı olma gibi risklerdir³⁴.
- 6) Pazar riski: Ürünün hedef pazarındaki belirsizlikler, pazarın ürüne hazır olup olmaması, pazarın büyüme oranı, rakipler, yeni çıkan ürünler, pazara girebilecek yeni girişimler, yüksek pazarlama giderleri, pazarın güvensizliği bu risk grubu içinde yer alır.
- 7) Ürün riski: Eğer proje erken aşamadaysa ticarileştirmek için üretilecek ürünün için yapılacak büyük miktarda yatırımlar gerektirebilir. Diğer bir yatırım aşamasında da ürünün pazarda tutunması yine bir risk olarak algılanabilir. Piyasaya sürülen ürünün başka işletmelerce daha yeni bir versiyonunun çıkma ihtimali veya üretiminin çok karmaşık ve yüksek maliyetli olması da yine üretim riski içinde yer alır.
- 8) Çevresel riskler: Hükümet politikasındaki olumsuz değişiklikler, içinde bulunula ülkenin yasal yapısı hakkında bilgi eksikliği, kirlilik, hammadde temin imkanları, yasal sınırlamalar çevresel risklerdir.

³⁴ J. P. Gupta, Agm, s. 10

- 9) Strateji riski: Rekabet gücünün kaybolması, birbirinden farklı alanlara yayılmaya çalışma ki risk sermayedarları yatırım yapacakları şirketin daha çok bir alanda uzmanlaşmasını beklerler.

2.4. Yatırım Analizi

Yatırım kararı almadan önce risk sermayedarı bazı analizler yapmaktadır. Bu analizler sektörden sektöre değişmekle beraber belli başlı analizler şöyledir; sektör analizi, yatırım yapılacak şirketin mali tablolarının analizi(nakit akışı, bilanço vb.) gibi konularda sermayedar detaylı bir inceleme yapar. Her sermayedarın kendine özel analiz teknikleri bulunabilmektedir. Bunun yanında çeşitli bilimsel çalışmalarda ortaya bazı analiz teknikleri konulmuştur. Bunlar arasında yatırımın karlılığı ve optimal toplam faydanın belirlenmesi, riskin ölçümü, verim oranı ve finansal durum analizi bulunmaktadır.

2.4.1. Yatırımın Karlılığı Ve Optimal Fayda

Risk sermayesi finansmanına yönelik yapılan birçok çalışmada yaratılması beklenen fayda, girişimci ve yatırımcı çerçevesinden değerlendirilerek incelenmektedir³⁵. Rafaela Repullo ve Suarez Javier tarafından geliştirilen risk sermayesi finansmanında optimal menkul kıymet bileşeni modeli, özellikle risk sermayedarı açısından optimal toplam faydayı ortaya koymaktadır.

Modelin işleyişi şöyledir. Bir girişimcinin erken başlama aşamasındaki projesi I_0 olarak kabul edilirse genişleme aşamasındaki projesi I_1 olacaktır. Her iki proje tamamlandığında olası beklenen karlılığının “x” olacağını varsayılır. Eğer söz konusu proje; ürün/hizmet, patent veya lisans gibi bir hakka sahip ise elde edilecek potansiyel karlılık “ θ ” olarak ifade edilecektir. Söz konusu proje ilerleyen safhalarda başarıya ulaşması durumunda “ θ ”, “x” e dönüşecektir. Bu durumda girişimcinin beklentisi $e=\varepsilon (0,1)$ ve risk sermayedarının beklentisi $a=\varepsilon (0,1)$ olacaktır³⁶.

$x_e = (\theta, p(e,a))$ olasılığı ile

³⁵ Göktuğ Cenk Akaya, “Risk Sermayesi Yatırımdan Beklenen Karlılığın Analizi”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Cilt 6 Sayı:4, 2004, s.24

³⁶ G. C. Akkaya, Agm, s. 24

$x_a = (0, 1 - p(e,a))$ olasılığı ile ifade edilir

dolayısıyla

$$p(e, a) = e^{1-\alpha} a^\alpha \text{ dır. } \alpha \in (0,1)$$

Girişimci sonuçta gösterdiği çabanın ortaya koyduğu faydayı maksimum düzeyde olmasını bekleyecektir. Bu durumda;

$$U(e) = e^2 / 2u, u > 0$$

Sermayedarın beklediği fayda ise,

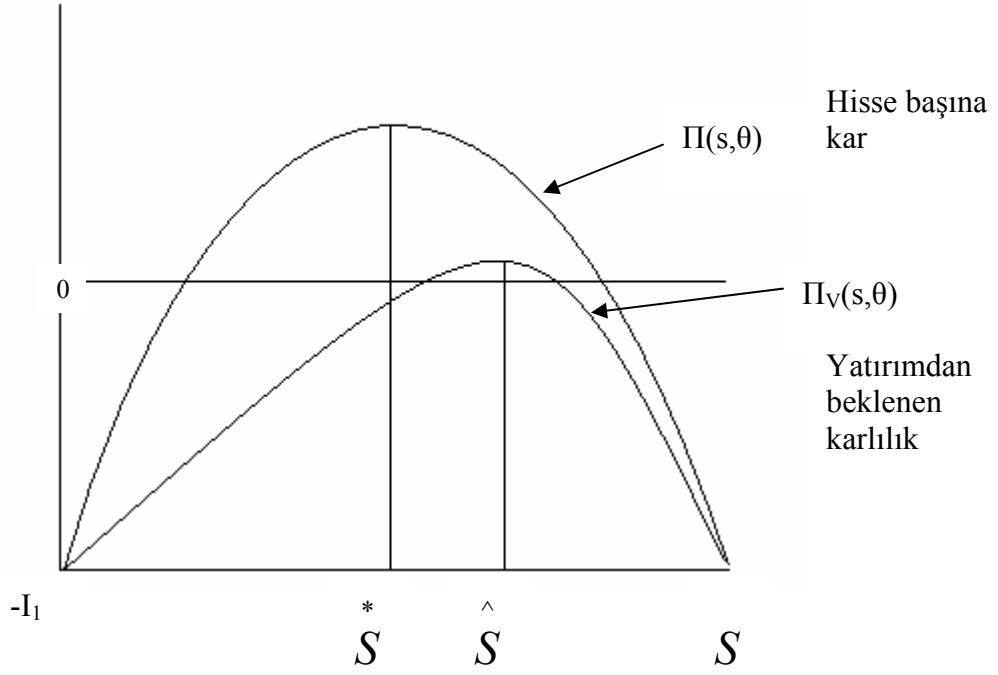
$V(a) = a^2 / 2v, v > 0$ olur. Bu durumda fırsat maliyetinin normal beklenen değeri de “0” olacaktır.

Projenin başlangıç safhasında yatırımcılar tam olarak beklenen geliri (θ) belirleyemeyecektir. Ancak yatırımın hayata geçtiği başlangıç safhasından itibaren elde edilen bilgilerin ışığında “ θ ” ‘yı tahmin edebilmek daha mümkün olacaktır. I_1 yatırımı gerçekleştirildiğinde “e” ve “a” olarak tanımlanan girişimci ve sermayedar faydaları da gerçekleşmeye başlayacaktır. Kuşkusuz yatırım sözleşmesi gerçekleştirilirken tahmini bir “ θ ” belirlenecektir. Yatırım büyüme ve gelişme safhalarında “ θ ” “x” e dönüşecektir ve bu tutarı da ilerleyen safhalarda doğrulayabilmek mümkün olacaktır. Ancak “e” ve “a” olarak tanımlanan fayda değişkenlerini yatırımın başlangıcında sözleşme altına alabilmek mümkün görülmemektedir. Dolayısıyla her durumda belirli bir oranda risk söz konusu olmaktadır³⁷. Risk sermayedarının sadece yatırımın hayata geçirilmesi aşamasında sermaye sağladığı durumda, risk sermayedarı (V) ve girişimci (E) arasındaki bir sözleşme (s: sermaye paylarını; T: fon transferini tanımlamak üzere) şu şekilde,

$$p(e, a)(1 - s) \theta - U(e) + T,$$

$$p(e, a)s \theta - V(a) - I_1 - T. \text{ ifade edilebilir.}$$

³⁷ G. C. Akaya, Agm, s.25

Şekil 2.2 Risk sermayedarı ve girişimci arasındaki karlılık ilişkisi³⁸

Şekil 2.2 'de girişimci ve risk sermayedarı arasındaki ilişkiyi görebilmek mümkündür. Çizime göre yatırımdan beklenen net katkı, pay başına sağlanacak katkının altında kalmakta böylece taraflar açısından optimal fayda elde edilmiş olmaktadır. Eğer beklenen net katkı pay başına katkının üstünde ya da altında gerçekleşirse, taraflardan biri diğeri aleyhine fazla kazanç sağlamış olur³⁹.

Risk sermayedarı I_0 ve I_1 aşamalarındaki projenin ihtiyaç duyduğu sermayeyi sağlayacağı yönünde girişimciyle sözleşme yaptığı varsayımı altında (girişimcinin sadece yatırımın başlangıç aşamasında değil erken hayata geçme aşamasında da finansman sağladığı durumda), beklenen maksimum fayda,

³⁸ Rafaella Repullo, Suarez Javier, "Venture Capital Finance, A security Design Approach", Review of Finance, Vol.8, 2004, s.85

³⁹ G. C. Akkaya:Agm, s.26

$$\int_{\bar{\theta}}^{\infty} \Pi_E(Z(\theta), \theta) dF(\theta) + T,$$

$$\int_{\bar{\theta}}^{\infty} \Pi_V(Z(\theta), \theta) dF(\theta) \geq I_0 + T$$

$T > 0$ olacaktır.

θ 'nın doğrulanabildiği bir durum değerlendirildiğinde ise, risk sermayedarı ve girişimci hem I_0 hem de I_1 yatırımı için finansman sağlanması sözleşmesi imzalayacaklardır. Bu durumda tarafların fayda fonksiyonu;

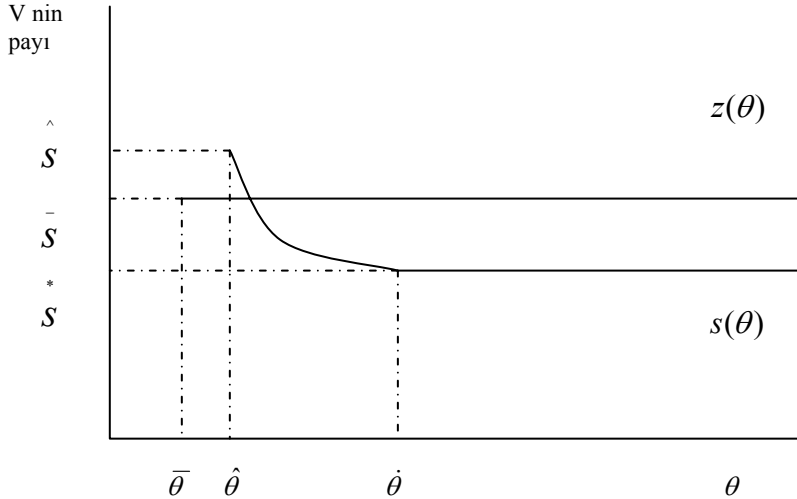
$$\max_{(\bar{\theta}, z(\theta))} \int_{\bar{\theta}}^{\infty} \Pi(Z(\theta), \theta) dF(\theta) - I_0,$$

$$\int_{\bar{\theta}}^{\infty} \Pi_V(Z(\theta), \theta) dF(\theta) \geq I_0$$

olacaktır.

Denklemlerdeki θ girişimci ile risk sermayedarı arasındaki sonlandırma noktasını ifade etmektedir. Bu durumda risk sermayedarının sağladığı finansman karşılığında alacağı pay şekil 2.3'deki gibi olacaktır.

Şekil 2.3 Risk sermayesinde tarafların kazanımları



Kaynak: Raffaella Repullo, Suarez Javier, Agm, s.88

Şekil 2.2. ve Şekil 2.3. incelendiğinde farklı yatırım aşamaları için ve farklı koşullarda alternatif yatırım kararları ve bu kararlar çerçevesinde özellikle risk sermayedarı açısından beklenen kazançlarının gerçekleşme düzeyi gösterilmektedir. Risk sermayesi yatırımı ayrıntılı bir biçimde incelendiğinde farklı yatırım aşamalarında sağlanacak finansman vasıtasıyla sözleşme taraflarının farklı kazanç beklentileri de doğabilecektir⁴⁰.

Risk sermayesi olgusu gerek risk sermayedarı gerekse girişimci açısından değerlendirildiğinde farklı alternatifleri ve farklı kazanç düzeylerini bir arada değerlendirme gereği doğmaktadır. Risk sermayedarının sağlayacağı finansman, yatırımın ekonomik ömrü içerisinde hangi aşamada veya hangi aşamaya kadar (örneğin, başlangıç aşamasından, gelişme ve büyüme aşamasına kadar) finansman sağlayacaksa beklenen fayda da, sağlanan finansmana göre farklılık gösterecektir⁴¹.

2.4.2. Riskin Ölçümü

Riskin ölçümü daha çok genişleme / büyüme aşamasında kullanılan bir yöntemdir. Önceki yıllara ait verilere dayanarak yapılan hesaplamalar bir yatırımın risk derecesini ölçmeyi amaçlar.

Yatırımcılarca istenen getiri, kısmen ilgili yatırımın bir fonksiyonudur. Hisse senetlerinin özel kesim tahvillerinden, özel kesim tahvillerinin devlet tahvillerinden daha riskli olduğu açıktır. Örneğin, hisse senetleriyle özel kesim tahvillerinin getirileri incelendiğinde, hisse senetlerinin riskinin dolayısıyla getirilerinin de tahvillerden fazla olduğu gözlenecektir.

Bir yatırım kararında risk, getiri ile birlikte ele alınması gereken bir konudur. Yatırımcılar artan riski telafi edebilmek için yüksek düzeyde getiri isterler⁴². Daha değişken getiri daha büyük yatırım riskini getirir⁴³. Bir yatırımın riskini ölçmek için kullanılan yöntem standart sapmadır. Sapma ne kadar küçük ve dar ise yatırımın riski de o denli düşüktür. Standart sapmayı şu şekilde hesaplayabiliriz.

⁴⁰ G. C. Akkaya, Agm, s.27

⁴¹ G. C. Akkaya, Agm, s.27

⁴² F. Alpan, G. Tevfik, A. T. Tevfik: Excel ile Finans, Literatür Yayınları, İstanbul, 2001, s. 440

⁴³ R.A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus: İşletme Finansının Temelleri, Literatür Yayınları, İstanbul, 2001, s.241

$$S = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 x P_i}$$

Bu formülde \bar{R} beklenen getiriyi, R_i i 'inci olası getiriyi ve P_i i 'inci olasılığı, n olası getiriler sayısını göstermektedir. Standart sapmayı hesaplamak için;

- Beklenen getiri (\bar{R}) hesaplanır,
- Sapmalar kümesini ($\bar{R} - R_i$) hesaplamak için her olası getiri beklenen getiriden çıkarılır,
- Her bir sapmanın karesi alınır, bu karesi alınmış sapmayı ilgili getirisinin gerçekleşme olasılığı ile çarpılır ve varyansı (s^2) hesaplamak için bu çarpımlar toplanır,

$$s^2 = \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2 x P_i$$

- Standart sapmayı ($s^2 =$ anakütlenin, $s =$ örneğin standart sapmasını temsil etmektedir) elde etmek için bulunan varyansın karekökü alınır.

Standart sapma yalnızca mutlak bir risk ölçüsü olup, beklenen getirilere göre sonuçların riskini göstermediği için risk karşılaştırmaları kullanımında yanıltıcı olabilmektedir. Değişik beklenen getirileri olan menkul kıymetleri karşılaştırmak için genellikle değişme katsayısı adı verilen bir ölçü kullanılır. Değişme katsayısı (DK), menkul değerın standart sapmasını beklenen getirisine bölünerek elde edilir⁴⁴.

$$DK = \frac{s}{\bar{R}}$$

⁴⁴ F. Alpan, G. Tevfik, A. T. Tevfik, Age, s. 441

Katsayı ne kadar yüksekse, hisse senedinin riski de o kadar yüksektir.

Örnek: Ekonominin durumuna bağlı olarak A şirketinin hisse senedine yatırım yaparak gelecek yıl kazanılacak paranın beklenen getiri ve riskinin hesaplanması şöyle olur.

Ekonominin durumu	Getiri (R)	Olasılık (P)
Gerileme	-0.19	0.18
Normal	0.20	0.52
Büyüme	0.30	0.30

A hisse senedi için beklenen getiri:

$$\bar{R}_A = (-0.19 \times 0.18) + (0.20 \times 0.52) + (0.30 \times 0.30) = 0.1598 = 0.16$$

Getiri (R _i)	Olasılık (P _i)	1. Aşama (R _i P _i)	2. Aşama (R _i -R)	3. Aşama	
				(R _i -R) ²	(R _i -R) ² P _i
-0.19	0.18	-0.0342	0.35	0.1225	0.022
0.20	0.52	0.104	0.04	0.0016	0.001
0.30	0.30	0.09	0.14	0.0196	0.006

$$R = 0.16$$

$$s^2 = 0.029$$

$$s = 0.17$$

Bu verilere dayanarak yatırımın risk seviyesi;

$$DK_A = \frac{s}{R} = \frac{0.17}{0.16} = 1,0625$$

olarak bulunur. Bu sonuca bakarak yatırımın aşırı riskli olduğu söylenebilir.

Standart sapma ile risk seviyesinin ölçümünde başka bir yöntem ise şöyledir; Yatırım yapılacak varlığın daha önceki getiri oranlarının ortalaması her bir dönemdeki getiri oranları karşılaştırılarak ortalama getiriden sapmaları hesaplanır. Bir sonraki aşamada bu sapmaların karesi alınır. Dönemler itibarıyla tek tek hesaplanan bu değerlerin toplamı daha sonra dönem sayısına bölünerek kare kökü alınır. Bu yöntemi kullanan finansal analistler geçmişteki getirilerin dağılımının gelecekte olacakların makul bir göstergesi olduğunu varsayarlar⁴⁵

Örnek: Galatasaray Sportif A.Ş. nin 2002 – 2006 yılları arasında hisse senedi yıllık getiri oranları aşağıdaki gibidir⁴⁶.

Yıllar	Getiri %
2002	-58.33
2003	9.30
2004	37.50
2005	60.26
2006	12.82
Ortalama getiri	61.55

Bu hisse senedinin yıllık ortalama getirisi $61.55 / 5 = 12.31$ (%12,31) dir.

Yıllar	Getiri	Ortalama Getiriden Sapma	Sapmanın Karesi
2002	-58.33	-70,64	4990,01
2003	9.30	-3,01	9,06
2004	37.50	25,19	634,54
2005	60.26	47,95	2299,20
2006	12.82	0,51	0,26
Ort. getiri	61.55		Toplam = 7933,07

Varyans = sapmaların karelerinin ortalaması = $7933.07 / 5 = 1586.14$

Standart sapma = varyansın karekökü = $\sqrt{1586.14} = 39.83$ veya riskin %39 olduğu bulunur.

⁴⁵ R.A. Brealey, S. C. Myers, A. J. Marcus, Age, s.243

⁴⁶ www.isyatirim.com.tr, 2006

2.4.3. Verim Oranı Hesaplaması

Risk sermayesi yatırımlarında özellikle sermaye riskinin yüksek olması nedeniyle, yatırımın iflasla sonuçlanmasında tüm yatırımın yok olmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla, risk sermayesine ilgi uyandırabilmek için, yatırımcının olağan gelirinin kapital kaybı ile dengelenme olanağının bulunması önemlidir. Risk sermayesi nitelikleri itibarıyla, sermayedarın yatırımdan verim elde edebilmesi için bilindiği üzere uzun bir dönem beklemek zorundadır. Bu durumda yatırımcıya sunulacak beklenen verim oranının yüksek olması gerekmektedir. Yatırımcı yatırımın verimliliğini aşağıdaki gibi bir formülle hesaplayabilir⁴⁷.

$$\text{Yatırım vergi öncesi beklenen verimlilik oranı} = \left[\left(\text{Kar olasılık oranı} \times \text{Beklenen yatırım tutarı} \right) + \left(\text{Zarar olasılık oranı} \times \text{Beklenen yatırım tutarı} \right) \right] \div \left(\text{Topl. yatırım tutarı} \right)$$

Verim oranı hesaplanırken vergide dikkate alınır;

$$\text{Yatırım vergi sonrası beklenen verimlilik oranı} = \frac{\left(\text{Kar olasılık oranı} \times \left(\text{Yatırım tutarı} + \text{Vergi sonrası sermaye kazanç tutarı} \right) + \left(\text{Olası zarar tutarı} \times \text{Zarar vergi tasarrufu} \right) \right)}{\left(\text{Toplam yatırım tutarı} \right)}$$

Örnek: 2 milyon YTL risk sermayesi yatırımında, bireyin gelir vergisi oranı %40, sermaye kazanç vergi oranı %20 olduğu ortamda, yatırımdan beklenen ana para gelir miktarı %30 olasılıkla 4 milyon YTL dir. Yatırımcı %70 olasılıkla yatırımının tamamını kaybedecektir.

⁴⁷ Cengiz Erol, "Faizsiz Kredi Modeli: Venture Kapital Finansman Modeli", Bankacılar Dergisi, Ankara, Nisan 1992, s. 29

Vergi dikkate alınmadan;

$$\begin{aligned} \text{Verimlilik oranı} &= [(0,3 \times 4.000.000) + (0,70 \times 0)] \div (2.000.000) \\ &= 0,3 \text{ yani verimlilik oranı \%30 dur.} \end{aligned}$$

Vergi dikkate alındığında ise;

$$\begin{aligned} \text{Verimlilik oranı} &= \left[0,30 \times [2.000.000 + (4.000.000 - 2.000.000)] \times (1 - 0,20) \right] \\ &\quad + \left[0,70 \times [2.000.000 \times (1 - 0,40)] \right] \div (2.000.000) \\ &= 0,9 \text{ yani verimlilik oranı \%90 olarak bulunur.} \end{aligned}$$

Görüldüğü gibi vergi sonrası kazanç oranının yüksekliği risk sermayesini cazibesini arttırmaktadır. Risk sermayesi yatırımlarının teşvikinde veya geliştirilmesinde dikkate alınması gereken en önemli hususlardan biri kuşkusuz vergi konusudur. Vergi avantajları bu sektörün adeta yaşam kaynağıdır.

2.4.4. İşletme Değerinin Hesaplanması

Proje değerlemesinde bir diğer analiz ise işletme değerinin hesaplanmasıdır. Yatırımcı yatırım süreci sonunda işletmenin değerinin ne olacağını proforma finansal tabloların incelenmesi sonucunda tespit eder. Sonraki aşamada işletmenin gelecekteki değerini beklediği getiri ve yatırım miktarını da göz önüne alarak bugünkü değerini bulur. Bunu aşağıdaki formülle hesaplamak mümkündür⁴⁸

$$BD = GD / (1 + r)^n$$

Formülde BD bugünkü değeri, GD gelecekteki değeri, r yatırımdan beklenen verimi, n yatırım dönemindeki yıl sayısını verir.

⁴⁸ Ali Ceylan: Finansal Teknikler, Uludağ Üniversitesi Basımevi, Bursa, 1993, s. 125

Örnek: 7 yıl sonra 12.000.000\$ lık bir değere ulaşacak olan, beklenen verimi %60 ve başlangıç yatırımı 200.000\$ olan bir yatırımın bugünkü değeri;

$$BD = 12.000.000 / (1 + 0,60)^7 = 447.093\$ \text{ dır}$$

Yatırımdan beklenen %60 verimlilik, $200.000 / 447.093 = 0,44$ yani %44 olarak hesaplanır.

2.4.5. Yatırım Finanslama Oranının Belirlenmesi

Risk sermayedarı risk oranını, verimlilik oranını ve yatırımın bugünkü değerini hesapladıktan sonra eğer yatırıma girecekse ne oranda katılacağını belirler. Bunun için aşağıdaki formüllerden yararlanılır⁴⁹

$$\text{İhtiyaç Duyulan Ortaklık Oranı} = \frac{\text{İstenen Toplam Getiri}}{\text{Şirketin Beklenen Piyasa Değeri}}$$

$$\begin{aligned} \text{İstenen Toplam Getiri} &= \text{Toplam Yatırım Tutarı} \times \text{İstenen Getiri Katsayısı} \\ \text{Şirketin Beklenen Piyasa Değeri} &= \text{F/K oranı tahmini} \times \text{Beklenen Kazançlar} \end{aligned}$$

Örnek: Start up konumundaki bir proje için 200.000\$ başlangıç yatırımına ihtiyaç duyulmaktadır. Yatırımcı 3 yıl içinde toplam yatırımın 8 katı gelir sağlamayı amaçlamaktadır. Yatırımcı, projenin gerçekleşmesi halinde kurulacak şirketin 3 yıl içinde 12 F/K (fiyat – kazanç) ile halka açılacağını hesaplamaktadır. 3. yılda beklenen vergi sonrası gelir 1.000.000\$ dir. Uzun dönem ek finansmanı 150.000\$ dir.

$$\begin{aligned} \text{İstenen Toplam Getiri} &= \text{Toplam Yatırım Tutarı} \times \text{İstenen Getiri Katsayısı} \\ &= (400.000 + 300.000) \times 8 \\ &= 5.600.000\$ \end{aligned}$$

$$\text{Şirketin Beklenen Piyasa Değeri} = \text{F/K oranı tahmini} \times \text{Beklenen Kazançlar}$$

⁴⁹ Tuncel Kürşat, “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, SPK Yayın No:19, Ankara, 1995 s 33

$$= 12 \times 1.000.000$$

$$= 12.000.000\$$$

$$\begin{aligned} \text{İhtiyaç Duyulan} & \quad \text{İstenen Toplam Getiri} \\ \text{Ortaklık Oranı} & = \frac{\text{Şirketin Beklenen Piyasa Değeri}}{\text{İstenen Toplam Getiri}} \\ & = \frac{5.600.000}{12.000.000} \\ & = 46,66 \end{aligned}$$

Yatırımcı yatırıma %46 oranında ortak olmalıdır.

Buna karşılık girişimcinin de koşulları gözden geçirerek risk sermayedarına kuracağı şirketin hisse senetlerinin ne kadarını vereceğini hesaplayabilir. Bunun için aşağıdaki formül kullanılabilir⁵⁰.

$$\begin{aligned} \text{RS Karşılığı} & \quad \text{Sermaye} \\ \text{Teklif} & \quad \text{Kazanç} \\ \text{Edilen} & \quad \text{Yatırım} \quad \text{Vergi} \quad \text{RS Yatırım} \quad \text{1 + Olası} \\ \text{Firma} & \quad \text{Çarpanı} \quad \text{Oran} \quad \text{Tutarı} \quad \text{Sermaye} \\ \text{Başlangıç} & = \frac{\text{Sermaye Kazancına}}{\text{Uygulanan Vergi Oranı}} \times \frac{\text{F/K}}{\text{Çarpanı}} \times \frac{\text{Net}}{\text{Kar}} \times \text{Oran} \\ \text{Edinim} & \\ \text{Oranı} & \end{aligned}$$

⁵⁰ Cengiz Erol, Age, s. 30

Örnek: bir X firmasına yatırım yapacak yatırımcıyı teşvik edecek vergi sonrası gelir miktarı başlangıç yatırımının 8 katıdır. X şirketine benzer nitelikteki bir işletmenin ihtiyacı olan 1.000.000 TL lik bir sermaye gerektirmektedir. Girişimci X işletmesine benzer başka bir işletmenin 5 kat kazanç çarpanı ile halka açıldığını tespit etmiştir. 1.000.000 TL tutarındaki sermaye ihtiyacı için işletme 5 yıllık tahmin edilen kar miktarı 2.400.000 TL dir. 5 yılsonunda işletmenin yatırım sermayesi karşılığı %20 oranında halka açılacağı tahmin edilmektedir. Bu tür yatırımlardan elde edilen sermaye kazanç vergi oranı %10 dur. Buna göre X işletmesinin teklif edeceği hisse senedi oranı;

RS Karşılığı

Teklif

Edilen

Firma

Başlangıç

Edinim

Oranı

$$= \frac{5 - 0,10}{1 - 0,10} \times \frac{1.000.000}{5 \times 2.400.000} \times 1 + 0,20$$

= %54,40 girişimcinin teklif edeceği miktardır.

2.4.6 Finansal Durum Analizi

Oranlar belirli tiplerdeki yatırım kararlarının alınmasında yararlı araçlardır. Finansal durumu analiz etme ve değerlendirme, başlıca şu üç ana başlık altında toplanır: likitide, karlılık ve ödeme gücü. Bankalar gibi kısa dönem yatırımcıları öncelikle borç alanın likitidesine bakarlar. Yani borç alanın zamanı geldiğinde borcunu ödeyip ödeyemeyeceğine bakar. Borç alanın likitidesi verilen kredi vb. nin garantisinde son derece önemlidir. Bununla birlikte hisse senedi veya tahvil satın alan uzun dönem yatırımcıları ise bir firmanın uzun süre varlığını sürdürebilirliğini gösteren karlılık ve ödeme gücüne bakarlar. Uzun dönem yatırımcıları, hisse başına kazanç, toplam yatırım gelirleri, firmanın var olan sermaye yapısının borçlara oranı, faizleri karşılayabilme gibi konuları analiz ederler⁵¹.

⁵¹ J. J. Weygandt, D. E. Kieso: Financial Accounting, John Wiley & Sons, America, 1995,s. 628

Finansal durum analizleri çeşitli olmakla beraber uygulamada 3 ana grupta toplanmaktadırlar. Bunlar oran analizi (oranlar ve çarpanlar), yatay analiz ve dikey analizdir.

2.4.6.1. Oranlar

2.4.6.1.1 Cari Oran

Şirketin kısa süreli borçlarını ödeyebilme gücünü ve net işletme sermayesinin yeterli olup olmadığını gösterir. Oranın yüksek olması şirketin likidite durumunun kuvvetli olduğunu gösterir. Bununla birlikte oranın aşırı yüksek olması firmanın sahip olduğu fonları yeterli verimlilikte kullanamadığına işaret eder.

$$\text{Cari Oran} = \text{Dönen Varlıklar} / \text{Kısa Vadeli Borçlar}$$

2.4.6.1.2. Alacak Devir Hızı

Şirketin, satışlardan doğan ticari alacaklarının ne hızda tahsil edildiğini (nakite çevrildiğini) gösterir. Oranın yüksek olması olumludur. Oranın yüksek olması şirketin işletme sermayesi ihtiyacını azaltırken, düşük olması işletme sermayesi ihtiyacını yükseltir.

$$\text{Alacak Devir Hızı} = \text{Net Satışlar} / \text{Ortalama Ticari Alacak}$$

Yukarıdaki formülden çıkan sonuç çarpan olarak nitelendirilir. Örnek olarak 5 çıkması halinde, net satışların ortalama ticari alacakların 5 katı olduğunu gösterir. Alacak devir hızını gün olarak hesaplama için 365'i yukarıdaki formülden çıkan rakama bölmek gerekir. $365/5= 73$ gün. Alacak devir hızı gün olarak hesaplandığında yukarıdakinin tersine, gün sayısının küçük olması tercih edilir.

2.4.6.1.3. Stok Devir Hızı

Şirketin üretilen stokta tuttuğu malları ne hızla sattığını gösterir. Bu oran ne kadar yüksekse o derece olumludur. Stok devir hızının yükselmesi stok maliyetlerini azaltırken aynı zamanda işletme sermayesi ihtiyacını da azaltır.

Stok Devir Hızı = Satışların Maliyeti / Ortalama Stok

Formülden çıkan rakam çarpan olup gün sayısı yukarıdaki şekilde hesaplanır.

2.4.6.1.4. Ticari Borç Devir Hızı

Ticari borçların hangi hızda - ne sürede ödendiğini gösterir. Sonuç çarpan olarak çıkmakta olup borç ödeme konusunda dar boğaz söz konusu değilse ne kadar düşük ise o derece olumludur.

Ticari Borç Devir Hızı = Satışların Maliyeti / Ortalama Ticari Borç

Gün olarak hesaplandığında büyük olması olumludur.

2.4.6.1.5. Borçlanma Oranı

Şirketin toplam borcunun özvarlığına oranı, işletme sermayesi ve yatırımlarının finansmanın ne ölçüde dış kaynaklardan ne ölçüde iç kaynaklardan karşılandığını gösterir. Borçlanma oranının yüksek veya düşük olmasının olumlu veya olumsuz olarak nitelendirilmesi, şirketin kar marjı ile borçlanma maliyetinin seviyesine göre değişiklik gösterir.

Borçlanma Oranı = Toplam Borç / Özvarlık

Borçlanma maliyetinin, kar marjından yüksek olduğu durumlarda oranın yüksek olması olumsuz, aksi durumda olumlu olarak nitelendirilir.

2.4.6.1.6. Borçların Toplam Kaynaklara Oranı

Şirketin borçlarının toplam pasif içerisindeki payını, aktiflerin ne kadarının yabancı kaynakla, ne kadarının iç kaynakla karşılandığını gösterir.

2.4.6.1.7. Toplam Borç / Toplam Pasif

Oranın değerlendirilmesinde borçlanma maliyeti ile kar marjı karşılaştırması önemlidir.

2.4.6.1.8. Faiz Karşılama Oranı

Bu oran şirketin ödediği finansman giderinin kaç katı kazanç sağladığını gösterir. Yüksek olması olumludur.

$$\text{(Vergi Öncesi Kar+Finansman Gideri)/Finansman Gideri}$$

2.4.6.1.9. Brüt Kar Marjı

Şirket'in sattığı ürünlerden ne ölçüde kar ettiğini gösterir. Yüksek olması olumludur. Bununla birlikte oranın seviyesi şirketin içinde bulunduğu sektöre göre farklılık gösterir. Bu nedenle oranın seviyesi değerlendirilirken sektörün yapısı da göz önünde bulundurulmalıdır.

$$\text{Brüt Kar Marjı} = \text{Brüt Kar} / \text{Net Satışlar}$$

2.4.6.1.10. Faaliyet Kar Marjı

Şirketin olağanüstü gelir ve giderler hariç olmak üzere faaliyetlerinden elde ettiği karın net satışlarına oranıdır. Yüksek olması olumludur.

$$\text{Faaliyet Kar Marjı} = \text{Faaliyet Karı} / \text{Net Satışlar}$$

2.4.6.1.11. Net Kar Marjı

Şirketin vergi sonrası karının (net kar) net satışlarının ne kadarına karşılık geldiğini gösterir. Yüksek olması olumludur.

$$\text{Net Kar Marjı} = \text{Net Kar} / \text{Net Satışlar}$$

2.4.6.1.12. VAFÖK (EBITDA) Marjı

Şirketin Vergi Faiz ve Amortisman öncesi karının net satışlarının ne kadarına karşılık geldiğini gösterir. Yüksek olması önemlidir.

$$\text{VAFÖK Marjı} = \text{Vergi Faiz Amortisman öncesi Kar} / \text{Net Satışlar}$$

2.4.6.1.13. Özsermaye Karlılığı

Şirketin elde ettiği karın, şirketin pay sahiplerinin şirkette sahip oldukları sermayeye oranını gösterir. Yüksek olması hem şirket hem de pay sahipleri açısından olumludur.

$$\text{Net Kar} / \text{Ortalama Özsermaye}$$

2.4.6.1.14. Aktif Karlılık

Şirketin faaliyetlerinde kullandığı toplam kaynaklara göre ne ölçüde kar ettiğini gösterir. Yüksek olması beklenir.

$$\text{Net Kar} / \text{Ortalama Aktif Toplamı}$$

2.4.6.2. Piyasa Çarpanları

2.4.6.2.1. Fiyat / Kazanç Oranı

Şirketin piyasa değerinin yıllık bazda net karının kaç katı olduğunu gösterir. Hisse senedi fiyatlarının hisse başına düşen net kara oranıdır. Hissenin değerinin düşük ya da yüksek olduğunu gösterir (Hisse başına kar = Dönem Karı / hisse sayısı)

$$F / K = \text{Hisse Senedi Fiyatı} / \text{Hisse Başına Kar}$$

$$F / K = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Dönem Karı}$$

Genel olarak düşük çıkması tercih edilir. Bununla birlikte oranın düşük veya yüksek olduğu, aynı sektörde faaliyet gösteren diğer şirketlerin Fiyat kazanç oranı ile veya sektörün ortalama fiyat kazanç oranı ile karşılaştırılması sonucunda anlaşılır. Bunu

yanında şirketi cari fiyat kazanç oranının, şirketin tarihsel fiyat kazanç oranları ile de karşılaştırılması gerekir.

2.4.6.2.2. Piyasa Değeri / Defter Değeri

Hisse senedinin piyasa değerinin özsermayeye bölünmesiyle bulunan orandır. Piyasa değerinin şirketin öz varlığının kaç katı olduğunu gösterir.

$$PD/DD = \text{Hissenin Piyasa Değeri} / \text{Özsermaye}$$

Düşük çıkması olumludur. Bu oranında düşük veya yüksek olduğuna karar vermek için sektörün ortalaması ile karşılaştırılması gerekir. Bazı sektörler (hizmet veya aracılık gibi) düşük sermayeye ihtiyaç gösterdiklerinden bu şirketlerin PD/DD oranı yüksek olmaktadır. Böyle şirketlerin analizinde bu oran fazlaca dikkate alınmaz.

2.4.6.2.3. Fiyat / Satış Oranı

Şirketin piyasa değerinin şirketin iş hacminin kaç katı olduğunu gösterir. Yukarıdaki oranlar gibi düşük olması olumlu olmakla birlikte diğer faktörleri de göz önüne almak gereklidir.

$$\text{Fiyat / Satış} = \text{Piyasa Değeri} / \text{Net Satışlar}$$

2.4.6.2.4. Firma Değeri (Girişim Değeri)

Şirketin o anda tüm borç ve alacakları ile satın alınması durumundaki değeridir.

$$\text{Firma Değeri} = \text{Piyasa Değeri} + \text{Net Nakit}$$

$$\text{Net nakit} = (\text{Nakit} + \text{Menkul Kıymet}) - \text{Toplam Finansal Borç}$$

Bu değer genel olarak VAFÖK'E bölünerek kullanılır. Küçük olması olumludur.

2.4.6.3 Dikey Analiz – Yüzde Yöntemiyle Analiz

Yüzde yöntemiyle analiz, şirketlerin mali tablo kalemlerinin toplam içerisindeki ağırlığını ölçen, dönemler itibariyle yapılan incelemeler ile şirketlerin mali durumu ve gelişimi hakkında bilgi veren basit fakat oldukça faydalı bir analiz türüdür. Yüzde

yöntemiyle analizde, mali tablolarda yer alan her bir kalemin toplam içerisindeki payı yüzde olarak ifade edilir.

Dikey analizinde yapılan işlem bilanço ve gelir tablosundaki kalemlerin ve gruplar ve tablo toplamları içindeki dağılımların hesaplanmasıdır⁵².

Yüzde yöntemiyle analiz iki yöntemle yapılabilir⁵³;

1. Birinci yöntemde, aktif tabloları için aktif toplamı, pasif tabloları için pasif toplamı, gelir-gider tabloları için net kar (zarar) 100 kabul edilir ve alt kalemlerinin, bu tablo toplamlarına ağırlıkları hesaplanarak, yüzde ifadelerle dönüştürülür. Bu yüzde hesaplamalar üzerinden analiz gerçekleştirilebilir.

2. İkinci yöntemde ek yapıldığı gibi, tablolarda (aktif, pasif, gelir-gider) yer alan ana kalemlerin (aktif tablosu için; dönen varlıklar ve duran varlıklar, pasif tablosu için; kısa vadeli borçlar, uzun vadeli borçlar ve öz sermaye) herbiri ayrı ayrı 100 olarak alınır ve alt kalemlerinin ağırlıkları hesaplanarak, yüzde ifadelerle dönüştürülür. Bu yüzde hesaplamalar üzerinden analiz gerçekleştirilebilir.

Bu analiz yönteminin diğer analiz yöntemlerine göre iki önemli üstünlüğü vardır⁵⁴;

1. Yüzde yöntemiyle analiz metodu, her bir kalemin toplam içerisindeki payını yüzde olarak verirken, diğer analiz yöntemlerinde mali tablolarda yer alan kalemlerin toplam içerisindeki önemliliklerini görebilmek mümkün değildir.

2. Mali tablolarda yer alan kalemlerdeki değişiklikler salt rakamsal olarak ifade edildiğinde, aynı endüstri kolunda benzer işletmeler arasında anlamlı karşılaştırmalar yapılamamaktadır.

⁵² M. Tükenmez, Age, s.361

⁵³ <http://analiz.ibsyazilim.com>, 2006

⁵⁴ <http://analiz.ibsyazilim.com>, 2006

2.4.6.4. Yatay Analiz – Karşılaştırmalı Analiz

Bir işletmenin iki veya daha fazla dönemlerine ilişkin finansal durum ve faaliyet sonuçlarıyla ilgili verileri belirtecek biçimde düzenlenerek yapılan bir analizdir.⁵⁵

Yatay analiz, farklı tarihlerde düzenlenmiş mali tablolarda yer alan kalemlerdeki değişikliklerin incelenmesi ve değerlendirilmesidir. Yani bu analiz, yeni açıklanmış mali tablolarda yer alan kalemlerin geçmişteki aynı dönemdeki mali tablo kalemlerine bölünmesi ile elde edilen oranlar yardımı ile yapılır.

Yatay analiz, farklı tarihlerdeki mali tabloların karşılaştırması olduğundan dinamik bir analizdir. Yatay analizde, belirli bir tarihte düzenlenmiş tablolarda yer alan kalemlerin zaman içerisinde göstermiş olduğu artış veya azalışlar incelenmektedir.

Yatay analizde öncelikle bakılması gereken kalemler⁵⁶;

- Hazır değerlerdeki değişim, menkul kıymetlerdeki değişim,
- Stoklardaki değişim,
- Alacaklardaki değişim,
- Dönen varlıklardaki değişim,
- İştiraklerdeki değişim,
- Maddi duran varlıklardaki değişim,
- Kısa ve uzun vadeli yabancı kaynaklardaki değişim,
- Özkaynaklardaki değişim,
- Satışlar,
- Alacaklar ve stoklardaki artışların karşılaştırılması olabilir.

2.4.7. Risk Ağırlık Oranı

J. P. Gupta, A. Cavalier ve S. Dutta: “Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms an emerging market context” isimli çalışmalarında kullandıkları bu

⁵⁵ M. Tükenmez, Age, s. 346

⁵⁶ <http://analiz.ibsyazilim.com>, 2006

model, yatırım kararı alınırken yatırımcının karşılaşılabileceği risklere birer ağırlık oranı vererek hesaplama yoluna gitmişlerdir.

Model şu şekilde işlemektedir:

Öncelikle yatırımcının karşılaşılabileceği risklerin bir listesi oluşturulur. Bu risklere birer ağırlık katsayısı verilir. Bu ağırlık katsayıları yatırımcılar tarafından belirlenmektedir. Bunlar;

Kategori	Ağırlık
Cazip, arzu edilen	0.2
Önemli	0.3
Zaruri	0.5

Bu ağırlık katsayılarına sektörün ortalama skoru ile çarpılır. Ortalama skoru hesaplamak için ağırlık katsayıları ve temel risk faktörü kullanılır. Temel risk faktörü en az 4 olmalıdır. Piyasa ortalaması hesaplanırken bunun en az 1 puan düşürmek gerekir. Aksi takdirde yatırım risk seviyesi çok yükseğe çekilmiş olacaktır ki bu da yatırım kararlarının doğru değerlendirilmesini engelleyecektir.

Bütün değerler toplanarak Ortalama Toplam Skor (OTS) bulunur. OTS genel ortalamayı vermektedir. Bu herhangi bir sektörün ortalaması olabileceği gibi tüm sektörlerinde ortalaması olabilir. OTS yi aşağıda Tablo 2.1. deki örnekle daha iyi anlamak mümkündür.

Tablo 2.1. Risk ağırlık oranları ve ortalama skorları

Risk	Bileşenleri	Ağırlık	Yatırım için yatırımcı tarafından verilecek risk faktörü derecesi					Ortalama skor
			1	2	3	4	5	
Girişimci	Girişimci samimiyeti	0.5						0.5*4
	İlk nesil girişimci	0.3						0.3*3
	Saha Deneyimi	0.2						0.2*3
	Kaynak kişilerle bağlantı	0.3						0.3*3
	Deneyim, tecrübe	0.2						0.2*3
Üretim	Ürün gelişme aşaması	0.2						0.2*3

Risk	Bileşenleri	Ağırlık	Yatırım için yatırımcı tarafından verilecek risk faktörü derecesi	Ortalama skor
	Ürün ömrü	0.2		0.2*3
	Tersine mühendislik	0.2		0.2*3
	Üretimin karmaşıklığı	0.3		0.3*3
	Teknoloji bileşenleri	0.2		0.2*3
Teknolojik	Üstün teknolojinin varlığı	0.2		0.2*3
	Öngörülemesiz gelişmeler	0.2		0.2*3
	Teknolojik ömür	0.2		0.2*3
	Yatırımın benimsenmesi	0.3		0.3*3
	Yönetimsel benimsenme	0.3		0.3*3
	Teknolojinin kaynağı	0.2		0.2*3
	Teknolojinin seviyesi	0.2		0.2*3
Pazar	Yeniler & pazardaki belirsizlikler	0.3		0.3*3
	Pazar büyüme oranı	0.5		0.5*4
	Rakipler	0.2		0.2*3
	Yeni ürünler/ ikame ürün	0.2		0.2*3
	Potansiyel girişimciler	0.2		0.2*3
	Büyük pazarlama maliyetleri	0.2		0.2*3
	Organize olmamış sektör	0.2		0.2*3
	Güven vermeyen Pazar	0.2		0.2*3
Finansal	Sermaye piyasası durumu	0.2		0.2*3
	Olumsuz kaldıraç rasyosu	0.2		0.2*3
	Şirketin büyüme olasılığı	0.3		0.3*3
	Döviz riski	0.2		0.2*3
	Çalışma sermayesi ile ilgili sorunlar	0.2		0.2*3
	Beklenen getiri	0.5		0.5*4
	Finansal süreci anlama	0.2		0.2*3
Yönetimsel	Üretimin karmaşıklığı	0.2		0.2*3
	Üretim kapasitesi	0.2		0.2*3
	Talebi karşılayabilme	0.2		0.2*3
	Kalifiye olmayan işgücü	0.2		0.2*3
	Bakım sorunları	0.2		0.2*3
	Kaynaklarla iletişim sorunları	0.3		0.3*3
	İlave fonlarda sorun	0.3		0.3*3
İşletme	İşçilerin motivasyonu	0.3		0.3*3
	İşgücü dönüşümü	0.2		0.2*3
	Birkaç işçiye bağımlılık	0.2		0.2*3
Strateji	Rekabet gücü kaybı	0.2		0.2*3

Risk	Bileşenleri	Ağırlık	Yatırım için yatırımcı tarafından verilecek risk faktörü derecesi	Ortalama skor
	Farklı alanlara yayılma	0.2		0.2*3
Çevresel	Hükümet politikasında değişik.	0.3		0.3*3
	Yasal düzenlemeler hakkında bilgi yetersizliği	0.2		0.2*3
	Kirlilik	0.2		0.2*3
	Hammaddeye erişebilirlik	0.3		0.3*3
	Yasal sınırlamalar	0.2		0.2*3
Ortalama Toplam Skor				38.1

Kaynak: J. P. Gupta, A. Cavalier ve S. Dutta: "Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms an emerging market context", sciencedirect.com, 2003, s. 14 -15

Yukarıdaki örnekte herhangi bir sektör için her bir risk bileşenine standart bir oran verilmiş ve bu oran ağırlık katsayısı ile çarpılmıştır. Bulunan toplam değer 38.1 dir. Sonraki aşamada risk sermayedarı yatırım yapacağı yatırım ile ilgili kendi değerlemesini yapar. Değerlendirmeyi yaparken yukarıdaki tabloda kendi kriterlerine göre her bir riski 1-5 arası değerlendirerek kendi toplam skorunu (TS) bulur. TS aşağıdaki gibi hesaplanır.

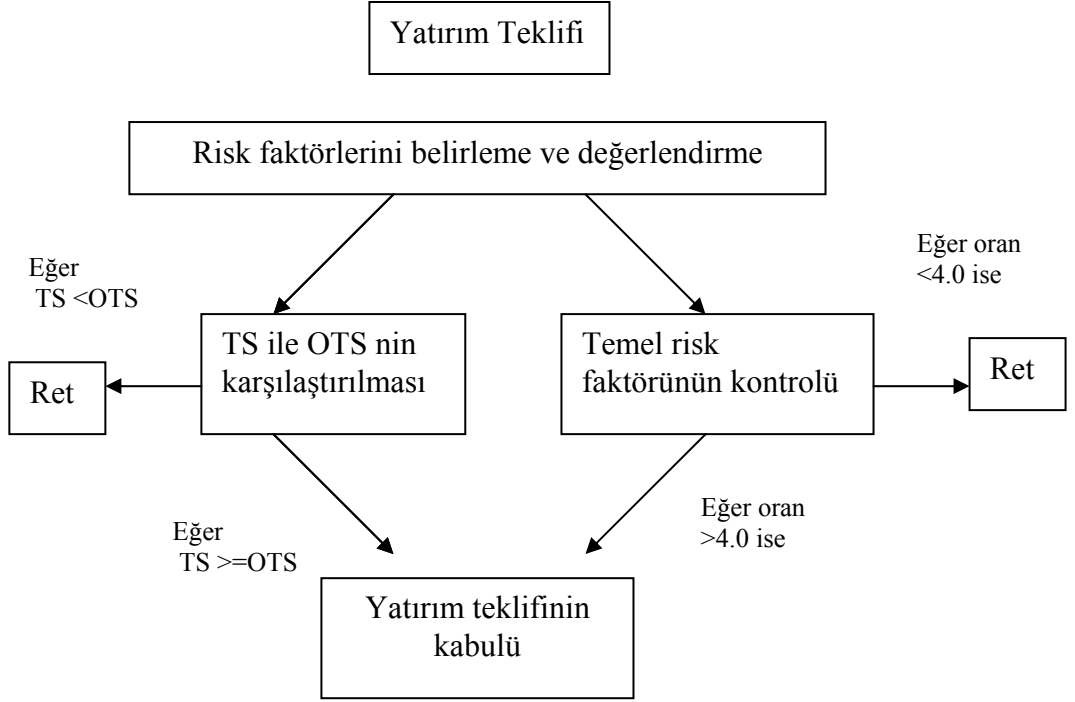
Toplam skor (TS) = \sum (risk faktörü ağırlığı * bir yatırım için risk faktörü derecesi)⁵⁷

Yatırımcı tablo 2.1 deki tabloda kendi değerlemesini yaparak kendi değerlerini bulur. Bu değerleri ortalama skorla karşılaştırarak yatırım kararı verebilir. Bu süreci de aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz⁵⁸.

⁵⁷ J. P. Gupta, A. Cavalier ve S. Dutta, Age, s. 15

⁵⁸ J. P. Gupta, Agm, s. 16

Şekil 2.4. Risk ağırlık oranı modeline göre yatırım süreci



2.5. Anlaşma Aşaması

Risk sermayesi yatırımında yatırımcı ve girişimci gerekli araştırmaları ve analizleri yaptıktan sonra yatırım kararı verirlerse anlaşma aşamasına gelmiş olurlar. Taraflar yatırımın hangi finansal enstrümanlarla olacağı (hisse senedi, tahvil veya nakit vb.) ve yatırım miktarı öncelikle belirlenir. Yatırım aracı hisse senedi olarak tercih edilirse türü, temettü durumu, likitidasyon durumu, oy hakları ve paraya çevrilme konularında, eğer yatırım aracı diğer borçlanma unsurlarına dayanıyorsa vade, faiz ve itfa gibi hususlarda anlaşma sağlanır. Son olarak ta yatırıma verilecek teknik destek ve yatırımdan çıkış şekli belirlenir. Risk sermayedarının yönetimde ki idari ve finansal hakları, yönetime katkısı yatırımın yapıldığı sektörle ilgili bilgi birikimlerinden girişimcinin ne derecede faydalanacağı belirlenir. Bütün bu hususlar belirlendikten sonra taraflar arasında anlaşma yapılır.

2.6. İzleme Aşaması

İzleme aşaması yatırımın yapılmasından sonraki süreci içerir. Bu aşama risk sermayedarının bir temsilcisi aracılığıyla yürütülür. İzleme hem firma faaliyetlerinin

denetlenmesine, hem de olumsuz durumlarda alınabilecek önlemleri zamanında yerine getirebilmeye olanak sağlar. Önemli kararların alınması, aylık raporların hazırlanması, yönetim kurulu veya yatırımcıyla periyodik toplantılar bu aşamada yer almakta ve işin gelişimi yakından izlenmektedir.

2.7. Yatırımdan Çıkış

Yatırımdan çıkış ise risk sermayedarının artık projeye ilgili beklentilerinin tamamlandığı ve dolayısıyla yatırımlarının karşılığının alındığı aşamadır. Yatırımcı önceden belirlediği şartlar (yatırımın süresi, işletmenin değeri vb.) gerçekleştiği zaman yatırımdan çıkar.

Yatırımdan çıkış ise aşağıdaki şekillerde olabilir⁵⁹:

- a) Halka arz (IPO İnitial Public Offering)
- b) Risk sermayedarının payının girişimci veya girişimci şirket tarafından satın alınması
- c) Üçüncü kişilere, firmaya veya gruba toplu satış (acquisition)
- d) Yeni yatırımcıların bulunması (ikincil satış)

⁵⁹ O. Aydın, M. Baş: “2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi Ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi”, İzmir III. İktisat Kongresi Bildirisi, 1992

III. BÖLÜM

RİSK SERMAYESİ'NDE YATIRIM MUHASEBESİ

Bu bölümde bir risk sermayesinin yatırımında yapılması gereken muhasebe kayıtları konusuna değinilecektir. Kayıtlar hem yatırım yapılan şirket açısından hem de yatırımcı açısından ayrı ayrı yatırım aşamalarında nasıl yapılacağı incelenecektir. Yatırımların anonim şirketlere yapıldığı varsayılarak kayıtlar tutulacaktır. Yine kayıtlarda dikkate alınacak yatırım aşamaları tohum, başlangıç, genişleme ve yatırımdan çıkış olarak 4 ana başlıkta takip edilecektir.

3.1. Girişimci Açısından Risk Sermayesi Yatırımı Muhasebe Kayıtları

3.1.1. Başlangıç Yatırımı

Bilindiği üzere anonim şirketlerin kuruluşu ani ve tedrici olarak iki şekilde olmaktadır. Buna göre yatırım yapılan şirketin başlangıç kayıtlarını ikiye ayırabiliriz.

3.1.1.1 Ani ve Tedrici Kuruluş Kaydı

Risk sermayesi yatırımlarında ani usulde kurulacak veya dönüşecek olan ortaklıkların, kuruluş/dönüşüm başvuru formu ve bu formda belirtilen belgelerle birlikte Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurmaları zorunludur.

Kurula yapılacak başvuruda, ortaklığın yatırım yapmayı planladığı sektörler, yatırımların, sermaye artırımlarının ve halka arzın gerçekleştirilmesinin planlandığı dönemler, planlanan sermaye artırımlarının tutarları, alınacak veya verilecek danışmanlık hizmetlerinin kapsamı ve halka arzda hisse senetlerinin satılması planlanan yatırımcı kitlesine ilişkin bilgileri de içerecek şekilde hazırlanmış ayrıntılı fizibilite etüdüne de yer verilir. Kurul, başvuruyu Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygunluk yönünden inceler ve herhangi bir aykırı husus bulunmaması halinde kuruluş veya dönüşüm talebini uygun görür.⁶⁰

Kuruluş aşamasında taraflar sermaye olarak tamamen nakit veya kısmen nakit ve aynı sermaye koyabilirler. Buna göre kayıtlar iki başlık altında gösterilmiştir.

⁶⁰ www.spk.gov.tr, 2006

Risk sermayesi yatırım ortaklıkları (RSYO) koydukları sermaye muhasebeleştirilirken diğer ortaklar gibi 500 SERMAYE HESABI' nın yardımcı hesabında gösterilir. Taahhüt edilen sermaye tutarları ortaklar adına açılan yardımcı hesaplarda gösterilir. Kuruluş kayıtları ise anonim şirketlerde olduğu gibidir.

501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE 501 01 GİRİŞİMCİ ORTAKLAR 501 02 X RSYO 500 SERMAYE 500 01 GİRİŞİMCİ ORTAKLAR 500 02 X RSYO Ortakların sermaye taahhüdü	XXX	XXX
102 BANKALAR 102 09 T.C. ZİRAAT BANKASI 501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE 501 01 GİRİŞİMCİ ORTAKLAR 501 02 X RSYO Sermayenin %10'nun bankada bloke edilmesi	XXX	XXX
102 BANKALAR 102 01 BANKASI 102 BANKALAR 102 09 T.C. ZİRAAT BANKASI Bloke edilen %10 sermayenin banka hesabına aktarılması	XXX	XXX
102 BANKALAR 102 01 BANKASI 501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE 501 01 GİRİŞİMCİ ORTAKLAR 501 02 X RSYO Sermaye taahhüdünün kalan kısmının ortaklarca yerine getirilmesi	XXX	XXX

3.1.2. Genişleme Yatırımı

Gelişimini tamamlamış ve ticari üretimi başlatmak için fona gereksinim duymakta olan işletmelerin risk sermayesi sağlayan kuruma başvurabilirler. Başvuru sonucunda risk sermayesi kuruluşu yatırımı onaylarsa yatırıma girme kararı alır.

Genişleme yatırımında fon talebinde bulunan şirket, elinde bulunan hisse senetlerinin bir kısmını risk sermayedarı kuruluşu satarak kuruluşu ortaklığa alır.

501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE 501 02 X RSYO ... YTL	XXX	
500 SERMAYE 500 02 X RSYO Hisse Senedi		XXX
Sermaye taahhüdü		
102 BANKALAR 102 01 BANKASI	XXX	
501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE 501 02 X RSYO YTL		XXX
Taahhüdün yerine getirilmesi		

3.1.3. Yatırımdan Çıkış

Risk sermayesinde yatırımdan çıkış çeşitli şekillerde olabilmektedir. Bunlar; halka arz, risk sermayedarının payının girişimci veya girişimci şirket tarafından satın alınması, üçüncü kişilere, firmaya veya gruba toplu satışı ve yeni yatırımcıların bulunması şeklinde olabilir.

Yatırımdan çıkışta yatırım yapılan anonim şirketle ilgili önem arz eden bir durum vardır. Bilindiği üzere 500 SERMAYE HESABI alacaklı çalışan bir hesaptır. Bu hesabın borcuna iki sebeple kayıt yapılır. Bunlar sermayenin azaltılması ve sermayeyi oluşturan ortaklardan birinin veya birkaçının ortaklıktan çıkması ve sahip olduğu hisse senetlerini ikinci el piyasalarda yani borsa da satması durumudur. Bir veya birkaç ortağın sahip olduğu hisse senetlerini satması durumunda ortak veya ortakların sermaye hesabı borçlandırılır, ancak aynı miktar yine bu hesabın alacağına yazılarak yeni ortak veya ortakların payının kaydı sağlanır⁶¹. Bundan sonraki kayıtlarda bu husus dikkate alınacaktır.

a) Yatırımdan halka arz yoluyla çıkma yöntemi kullanılmasına karar verilmiştir.

500 SERMAYE 501 02 X RSYO	XXX	
500 SERMAYE 500 03 Halka arz edilen hisse senetleri hs		XXX
X RSYO nun ortaklıktan ayrılması ve hisse senetlerini halka arz etmesi.		

⁶¹ Rüknettin Kumkale, "Tek Düzen Hesap Planı", Seçkin yayınları, Ankara, 2004, s.1036

a) Yatırımdan girişimciye satış yoluyla çıkış

500 SERMAYE 501 02 X RSYO 331 ORTAKLARA BORÇLAR 331 01 X RSYO X RSYO nun ortaklıktan ayrılması ve hisse senetlerini bedelinin ödenmek üzere cari hesaba devri.	XXX	XXX
501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE 501 01 GİRİŞİMCİ ORTAKLAR 500 SERMAYE 500 01 GİRİŞİMCİ ORTAKLAR Girişimci ortakların sermaye taahhüdü	XXX	XXX
102 BANKALAR 102 01 BANKASI 501 ÖDENMEMİŞ SERMAYE 501 01 GİRİŞİMCİ ORTAKLAR Girişimci ortakların sermaye taahhüdünü yerine getirmesi	XXX	XXX
331 ORTAKLARA BORÇLAR 331 01 X RSYO 102 BANKALAR 102 01 BANKASI Ortaklıktan ayrılan X RSYO nun hisse senetlerinin bedelinin ödenmesi	XXX	XXX

c) Yatırımdan başka bir firma veya şahsa satış yoluyla çıkış

500 SERMAYE 501 02 X RSYO 500 SERMAYE 500 03 A firması veya A şahsı X RSYO nun ortaklıktan ayrılması ve hisse senetlerini devretmesi.	XXX	XXX
---	-----	-----

4.1. Risk Sermayedarı Açısından Risk Sermayesi Yatırımı Muhasebe Kayıtları

4.1.1. Tohum Finansmanı

Tohum finansmanında daha çok girişimcinin araştırmalarına destek verilmesi amaçlanır. AR-GE için yapılan ödemeler 263 ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME

GİDERLERİ hesabında izlenir. Bunun yanında eğer girişimci araştırmalarını tamamlamış ve ortaya ürün veya hizmetin bir prototipini çıkartmış, ancak patent, lisans, marka veya telif hakkını henüz almamış girişimcilere de destekte bulunur. Buda yukarıda sayılan unsurların satın alınması yöntemiyle olabilir. Bu gibi durumlarda ise 260 HAKLAR hesabı kullanılır. Bunların haricinde risk sermayesi için yapılan ödemeler ise 267 DİĞER MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR hesabında takip edilir.

Araştırma ve geliştirme giderleri;

263 ARAŞTIRMA VE GELİŞTİRME GİDERLERİ	XXX	
100 KASA / 102 BANKALAR / 103 VERİLEN ÇEK. VE ÖD. EM. Vb.		XXX

Patent, lisans, marka veya telif hakkı;

260 HAKLAR	XXX	
100 KASA / 102 BANKALAR / 103 VERİLEN ÇEK. VE ÖD. EM vb		XXX

Diğer ödemeler;

267 DİĞER MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR	XXX	
100 KASA / 102 BANKALAR / 103 VERİLEN ÇEK. VE ÖD. EM vb		XXX

4.1.2. Başlangıç Yatırımı ve Genişleme Yatırımı

Tohum finansmanı haricindeki yatırımlarda risk sermayesi yatırımları ile ilgili yevmiye kayıtları aşağıdaki gibi olmaktadır. Risk sermayesi yatırım ortaklıkları, yatırım yaptıkları şirketlerin hisse senetlerini alarak karşılığında şirketin ihtiyaç duyduğu nakdi sağlarlar. Bu işlemin kaydını yaparken alınan hisse senetlerini 110 HİSSE SENETLERİ HESABI'nın yardımcı hesabı borçlandırılır ve yatırılan nakdin çıkış kaynağı (Kasa, Banka vb.) alacaklandırılır.

110 HİSSE SENETLERİ 110.01 Risk Sermayesi Yatırımları 110.01.01 ANONİM ŞİRKETİ 102 BANKALAR 102.01 BANKASI anonim şirketine yatırım yapılması	XXX	XXX
--	-----	-----

Aynı zamanda alınan hisse senetlerinin miktar olarak takibi de NAZIM HESAPLAR'dan yapılır.

900 BORÇLU NAZIM HES. 900.01 Hisse senedi alanlar 900.01.01 anonim şirketi 950 ALACAKLI NAZIM HES. 950.02 Hisse senedi satanlar 950.02.01 Anonim şirketi A.Ş. ye ait hisse senedi alımı	XX	XX
---	----	----

4.1.3. Yatırımdan Çıkış

Risk sermayesi yatırım ortaklığı yatırımdan çıkış kararı vermesi durumunda, elinde bulunan yatırıma ait hisse senetlerini satacaktır. Bu halka arz, şirket ortaklarına satma veya üçüncü şahıs/kurumlara satma yoluyla olabilir. Yapılacak yevmiye kaydında ilgili yatırıma ait hisse senetlerinin elden çıkarılışı 110 HİSSE SENETLERİ HESABI alacaklandırılarak gösterilir. Karşılığında elde edilen gelir ilgili hesabın borcuna yazılır. satıştan doğabilecek kar 645 MENKUL KIYMET SATIŞ KARI HESABI borçlandırılarak, zarar ise 655 MENKUL KIYMET SATIŞ ZARARI HESABI alacaklandırılarak gösterilir. Bu durumu aşağıdaki örnekle daha net olarak görebiliriz.

ÖRNEK: Kayıtlı sermayesi 2.000.000 YTL olan bir anonim şirketin ortağı olan X RSYO yatırımdan çıkma kararı alıyor. X RSYO şirketin hisse senetlerinin %58'ine sahiptir. Nominal değeri 1 YTL olan hisse senetlerini rayiç bedeli olan adedini 5 YTL den satışını yapıyor.

Hisse senedi sayısı:

$$2.000.000 \times \%58 = 1.160.000 \text{ adet}$$

Maliyeti:

$$1 \times 1.160.000 = 1.160.000 \text{ YTL}$$

Rayiç bedel üzerinden toplam tutar:

$$5 \times 1.160.000 = 5.800.000 \text{ YTL}$$

Menkul kıymet karı:

$$5.800.000 \times 1.160.000 = 4.640.000 \text{ YTL}$$

102 BANKALAR 102 BANKASI	5.800.000	
110 HİSSE SENETLERİ 110.01 Risk Sermayesi 110.01.01..... ANONİM ŞİRKETİ		1.160.000 4.640.000
645 MENKUL KIYMET SATIŞ KARI		
950 ALACAKLI NAZIM HES. 950.02 Hisse senedi satanlar 950.02.01 Anonim şirketi	1.160.000	
900 BORÇLU NAZIM HES. 900.01 Hisse senedi alanlar 900.01.01 anonim şirketi		1.160.000
..... Anonim şirketi yatırımdan çıkış		

SONUÇ

Risk sermayesi yatırımları uzun süreli yatırımlardır. Bir nevi uzun mesafe maratonudur. Başarılı bir sporcu enerjisini doğru şekilde yarışın hangi aşamasında ne kadar harcayacağını bilen sporcudur. RS şirketleri içinde bir yatırım tıpkı maraton koşusu gibidir. Bir yatırımın hangi aşamasında nasıl davranacağını çok iyi bilmelidir.

Bir RS yatırımında karar alma sürecini etkileyen çok önemli unsurlar vardır. Bunlar; girişimci, proje, yatırım riski, anlaşma şartları, yatırım tutarı, yatırımdan çıkış ve çevresel etkenlerdir.

RS şirketi öncelikle kendisine yatırım teklifi ile gelen girişimciyi doğru değerlendirmelidir. Girişimcinin işe olan inancı, bağlılığı, samimiyeti ve dürüstlüğü araştırılmalıdır. Bunu en kolay yüz yüze görüşmelerde yapmak mümkündür. Yüz yüze yapılan görüşmelerde girişimcinin vücut dili, anlatımı, kurduğu cümleler vb. girişimcinin güvenilirliğini bir miktarda olsa ortaya koyabilir. Yine bunun yanında girişimcinin iş konusundaki bilgi birikimi, becerileri ve tecrübe veya deneyimleri de girişimciyi doğru bir şekilde değerlendirmede yardımcı olacaktır.

RS şirketinin değerlendirmesi gereken diğer bir konu ise projedir. Sunulan projenin sahip olduğu detayı, olabilirliği ve uygulanabilirliği değerlendirmede dikkate alınmalıdır. Basit ve sıradan bir proje öncelikle girişimcinin yetersizliğini gösterir. Bunun yanında yetersiz bir proje yatırımcıya yatırım hakkında yeterli bilgi vermeyecektir. Böylece yatırımcının yatırım hakkındaki bilgi eksikliği de yatırım kararını olumsuz olarak etkileyecektir. Bu sebeplerden dolayı RS şirketi ya girişimciden daha detaylı bir istemeli yada yatırımı reddetmelidir.

Yatırım konusunda dikkate alınacak başka bir hususta risktir. Bilindiği üzere risk beklenen bir sonuçtan sapma ihtimalidir. Tabi bunun yanında herkesçe bilinen “risk yüksekse kazançta/kayıpta yüksektir” kuralını da unutmamak lazımdır. Eğer yüksek kazanımlar elde edilmek isteniyorsa riskin seviyesi artırılır. Riskin çeşitli ölçüm yöntemleri olabilmektedir. RS şirketi riski ölçerken öncelikle yatırım yapacağı ülke ekonomisinin, sektörün ve şirketin içinde bulunduğu durum dikkate alınmalıdır. Gerçekten riske girmeye değer mi yatırımcı bunları doğru analiz etmelidir.

Bir yatırıma yatırılan sermayenin doğru biçimde belirlenmesi RS şirketi için hayati önem arz eder. Yatırılan sermayenin uzun vadede geri dönmeyeceği ve olası fırsat maliyetlerinin bunda büyük etkisi vardır. Yatırım analizi esnasında projenin

finansman ihtiyacı, benzer proje ve işletmelerin mali yapısı incelenerek ve piyasa şartları göz önüne alınarak yapılmalıdır. Haddinden fazla meblağların bir yatırıma bağlanması ileride olası bir nakit sıkışıklığına sebep olma ihtimali/tehlikesi olabileceği gibi ek olarak yatırımın karlılığı da doğru belirlenemezse RS şirketi böyle bir yatırımla zaman kaybetmiş olur. Bunun yanında yine fazla miktarda sermaye kullandırmanın bir fırsat maliyeti de vardır. RS şirketinin bir yatırıma birden fazla yatırıma yetecek kadar bir sermayenin gereksiz yere bağlanması belki de gelebilecek daha karlı yatırımları geri çevirmek zorunda bırakabilir.

RS şirketi bir yatırımdan elde edebileceği getiriyi arttırabilmek ve daha da önemlisi yatırımı başarıya ulaştırabilmek için girişimci ile yapacağı anlaşmada şu hususları mutlaka bulundurmalıdır. Bunlar; oluşturulacak şirketteki yönetim hakkı, denetim hakkı ve gerektiğinde deneyimlerini aktarabilme. Şirket yönetiminin alacağı kararlar, şirketin pazardaki varlığını ve ömrünü etkiler. Ayrıca yatırım yapılan şirketin düzenli aralıklarla faaliyetlerinin kontrol edilmesi ve bunların raporlar halinde RS şirketine aktarılması gerekmektedir. Bu şekilde RS şirketinin profesyonel kadrosu yatırım yapılan şirketin genel gidişatını takip edebilecek ve gerektiğinde duruma müdahale edecektir.

Yatırım kararı almada dikkat edilecek bir diğer hususta çıkış stratejisinin nasıl olacağıdır. Bunu belirlerken öncelikle yatırımın süresi/ömrü belirlenmelidir. Çıkış için şirketin ulaşacağı değer ve yatırımdan çıkış şeklinin tespit edilmesi de gerekmektedir. Bütün bunlar RS şirketinin finansal gücünü, varlığını sürdürebilmesini etkileyen nedenlerdir. Doğru zamanda çıkış yapmazsa ya gereğinden düşük kar edebilir ya da zarar edebilir. Veya yeni yatırım fırsatlarına karşılık verememesine de neden olabilir.

Son bir önemli unsurda çevresel etkenlerdir. RS her şeyin rayına oturmuş olduğu ekonomilerde daha yüksek performans göstermektedir. Hükümet politikaları, belirsizlik seviyesi, büyük pazarlara ulaşabilme imkanı, nitelikli işgücünün varlığı vb. hususlar RS yatırım kararlarını etkiler. Yatırımcı bir yatırım yaparken bu hususları da göz önüne almalıdır. İleride bir hükümet politikasının değişmesi olasılığının bile (örneğin vergi konusunda) olması yatırımın başarısızlığına neden olabilir. Veya ileri teknoloji içeren çok iyi bir projenin niteliksiz işgücü yüzünden veya pazarın buna hazır olmamasından dolayı yatırımdan zarar edebilir.

Günümüzde Türkiye’de mevcut bulunan RS kuruluşları, risk sermayesi talebinde bulunan girişimcilere danışmanlık ve yatırım konularında yeterli desteği vermektedirler. Ancak RS, Türkiye finans sisteminde 10 yıldan fazla bir süredir uygulanmasına, yasal düzenlemelerin yeterli olmasına ve vergi avantajlarının sağlanmış olmasına rağmen yeterince gelişmemiştir. Bunda ekonominin son birkaç yıl göz ardı edilirse belirsizliği, Türk girişimcisinin proje geliştirmede bilgi eksikliği/bilgiye ulaşamaması ve Türk RS şirketlerinin azlığı ve fon güçlerinin yeterli olmamasının rolü vardır. Ek-1 de verilen tablodan çıkarılan sonuç Türkiye’de büyüme ve genişleme yatırımlarına daha fazla önem verilmektedir. Bunun yanında yatırımda öncelikle dikkate alınan sektörlerde ilk üç sıra; internet, medya, tarım ve gıdadır. ABD de bu sıralama yazılım, biyoteknoloji ve telekomünikasyon olarak değişirken AB de endüstriyel üretim, yazılım-medya-enformasyon ve profesyonel hizmetler olarak sıralanmıştır. Bu farklılıklar yukarıda sayılan etkenlerden kaynaklanmaktadır. Bu etkenler her ülkenin ekonomik yapısında farklılaşabilir. Bazı etkenler bir ülkede daha ön plana çıkarken, bazı ülkelerde bu etkenler geri planda kalabilmektedir.

EK-1 Türkiye’de Risk Sermayesi

Yatırımcı	Hedef yatırım	Endüstri tanımı	Kur	Tutar Mn	Pay	Yatırıma Giriş	Yatırımdan Çıkış	Çıkış Şekli
AIG	Galatasaray Sportif	Spor	USD	21	20,0%	2000	2004	Girişimciye satış
AIG	AFM movie theaters	Eğlence						
Borusan Technology Holding	Bnet	ISS						
Borusan Technology Holding	Time Communications	Elektronik						
Citicorp / CVC	Merko Gıda	Tarım	USD	2,4	7,3%	1999		
Commercial Capital (Greece)	Isiklar Ambalaj	Üretim	USD	10				
DEG	Penguen Gıda	Gıda	EUR	10	14,6%	2001		
DEG	Goldas	Mücevherat	EUR	5		2002		
DEG, FMO, NBG, IFC, TTGV	Turkven	Özel sermaye fonu				2002		
Deutsche Bank AG	BSH Profilo	Dayanıklı tüketim eşyası	USD	88,3	13,9%	01.10.2003		
East Capital Asset Management	<u>Boyner</u> <u>Mağazacılık</u>	Perakende	USD	15,5	9,9%	27.02.2006		
EMEA	Probil	İnternet				1999		
EMEA	Gorbon Isil	Seramik	USD	1,8	51,0%	2000		
Esas Holding	Medline	Mobil sağlık servisi				2000		
Esas Holding	City Farm	Tarım				2001		
Esas Holding	Promed	Elektronik				2002		
Esas Holding	Renty	Ticari araç kiralama				2003		
Esas Holding	Sporting	Spor malzemeleri				2003	2004	
Esas Holding	Pantarim	Tarım				2003	2005	
Esas Holding	Çoban	Gıda			100,0%	2004		
Esas Holding	Pegasus	Taşımacılık				2005		
Esas Holding	Gidaser	Gıda				2005		

Yatırımcı	Hedef yatırım	Endüstri tanımı	Kur	Tutar Mn	Pay	Yatırıma Giriş	Yatırımdan Çıkış	Çıkış Şekli
FMO	Tuyap	Organizasyon	USD	3,6	20,0%	1998		
Goldman Sachs Capital Partners	Türk Pirelli Kablo ve Sistemleri	Üretim	USD	n/a	83,7%	15.08.2005		
Ilab Holding	GittiGidiyor.com	İnternet	USD	n/a	n/a	16.02.2006		
Ilab Holding	Kariyer.net	İnternet	USD	n/a	n/a	07.03.2006		
Ilab Holding	Digilane Internet Solutions	İnternet						
Ilab Holding	Nokta.com	Reklam						
Ilab Holding	Sigortam.net	Sigorta						
Ilab Holding	YTM	İnternet						
Is RSYO	Step Halıcılık	Mobilya	USD	3,0	30,0%	07.07.2004		
Is RSYO	Nevotek	IT	USD	1,2	75,0%	01.10.2003		
Is RSYO	Probil	IT	USD	3,2	n/a	2002		
Is RSYO	ITD	IT	USD	n/a	31,0%	01.01.2003		
Is RSYO & Mars Group	Cinemaxx	Eğlence	USD	14,0	n/a	07.07.2005		
Is RSYO & NFMVO (Dutch)	Tuyap	Sergi	USD	36,4	51,0%	06.12.2005		
Koç Holding	Biletix	Tüketici hizmetleri						
Koç Holding	GVZ							
Koç Holding	Kotonline							
MCAP Global Finance	Tansas	Perakende	USD	30,0	10,0%	01.10.2003		
Merrill Lynch	Termoteknik				40,0%	1997		Bir İngiliz gruba stratejik satış
Merrill Lynch, Banc of America	BİM	Perakende	USD	218,3	43,1%	1999	15.07.2005	IPO
Providence Equity Partners LLC	Digitürk	Medya	USD	256,0	46,0%	31.03.2005		
Safron	Alfa Securities	Broker	USD	2,0	16,0%	1998		
Safron	Jumbo Madeni Esya		USD		11,0%	1998		Girişimciye satış
Safron	NetOne	ISS	USD			2000		
Soros Investment Capital	Unikom (Yudum Sirma Yağları)	Gıda	USD	n/a	100,0%	01.11.2003		

Yatırımcı	Hedef yatırım	Endüstri tanımı	Kur	Tutar Mn	Pay	Yatırıma Giriş	Yatırımdan Çıkış	Çıkış Şekli
Sparx	Arat Tekstil		USD	2,0		1996	1997	IPO
Sparx	Aba Ambalaj		USD	6,0				
Sparx	Unal Tarım	Tarım	USD	2,0		1996	1997	18 ay sürdü
Sparx	Biomar		USD	1,0				
Ilab Holding	Kariyer.net	İnternet	USD	n/a	n/a	07.03.2006		
Ilab Holding	Digilane İnternet Solutions	İnternet						
Ilab Holding	Nokta.com	Reklam						
Ilab Holding	Sigortam.net	Sigorta						
Sparx	Eka Elektronik		USD	2,0				
Sparx	GSD Holding	Holding	USD	7,5			1999	
Sparx	Rant Leasing	Leasing	USD	2,0			1995	Girişimciye satış
Texas Pacific Group	Mey İcki	Gıda	USD	n/a	n/a	13.04.2006		
The Int'l Investor (Kuwait)	Docar	Tüketici hizmetleri	USD	28,5	75,0%	23.05.2005		
Tigor Global Private Investment Partners	Mynet A.S.	İnternet	USD	n/a	35,0%	28.02.2006		
TurkVen	Uno Bread	Gıda		n/a	n/a	2003		
TurkVen	InterCity	Tüketici hizmetleri		n/a	n/a	2004		
TurkVen & Advent International	Ekim Turizm (Intercity)	Tüketici hizmetleri	USD	15,0	30,0%	18.02.2005		
Turkven & Pound Capital Investors	Trendtech & Retomedia	IT	USD	n/a	n/a	14.12.2005		
Vakif RSYO	Inova Bioteknoloji	Biyoteknoloji						
Vakif RSYO	Ortadogu Yazılım Hizmetleri	IT (tr.net)						
Vakif RSYO	Teknoplazma lleri Teknoloji	Elektronik						
Kaynak: Türk Risk Sermayesi Derneği, www.turkvca.org.tr								

EK-2 FİZİBİLİTE RAPORU ÖRNEĞİ**I. BÖLÜM****YATIRIMCI İLE İLGİLİ BİLGİLER**

1. Adı
2. Adresi
3. Telefon Ve Fax Numarası
4. Eğitimi
5. Deneyimleri
6. Bilgi Ve Becerileri
7. Girişimci Kişi/Ler Ve Ortak/Ları Hakkında Bilgiler

II. BÖLÜM**YATIRIM İLE İLGİLİ BİLGİLER**

1. Genel Bilgiler
 - a. Yatırım Konusu
 - b. Hukuki Durum
 - c. Kuruluş Yeri
 - d. Projenin Ekonomik Ömrü
 - e. İstihdam
 - f. Projenin Gerekçesi
 - g. Projenin Kısa Anlatımı
 - h. Üretilen Mallar Ve Hizmetler
 - i. Hedeflenen Pazarın Durumu
 - j. Projenin Kapasitesi
 - k. Projenin Teknolojik Yönleri
 - l. Üretim Teknolojisi
 - m. Hammadde Ve Diğer Malzemeler
 - n. Lisans Durumu
2. Yatırım Bilgileri
 - a. Toplam Sabit Yatırım Tutarı
 - i. Arsa Bedeli
 - ii. Etüd Ve Proje Giderleri
 - iii. Arazi Düzenleme Ve Hazırlık Yapıları
 - iv. Bina Ve İnşaat Giderleri
 - v. Fabrika, Makine Ve Teçhizat Giderleri
 - vi. İthalat Ve Gümrükleme
 - vii. Taşıma Ve Sigorta Giderleri
 - viii. Montaj Giderleri
 - ix. Taşıt Araçları Giderleri
 - x. İşletmeye Alma Giderleri
 - xi. Gümrük Vergisi, Resim Ve Harçları
 - xii. Genel Giderler
 - xiii. Beklenmeyen Giderler
3. Tam Kapasitede Yıllık İşletme Giderleri

- i. Hammadde Giderleri
 - ii. Yardımcı Maddeler Ve İşletme Malzemeleri Giderleri
 - iii. Ambalaj Ve Paketleme Giderleri
 - iv. Yardımcı Kaynakların Giderleri
 - v. İşçilik Ve Personel Giderleri
 - vi. Bakım Ve Onarım Giderleri
 - vii. Amortismanlar
 - viii. Patent Ve Lisans Giderleri
 - ix. Sabit Giderler
 - x. Genel Giderler
 - xi. Finansman Giderleri
 - xii. Satış Ve Pazarlama Giderleri
4. Tam Kapasitede İşletme Sermayesi
- i. Hammadde Stoku
 - ii. Yardımcı Madde Stoku
 - iii. İşletme Malzemesi Stoku
 - iv. Yakıt Stoku
 - v. Yarı Mamul Stoku
 - vi. Ambalaj Malzemesi Stoku
 - vii. Mamul Stoku
 - viii. Yedek Parça Stoku
 - ix. Müşteriye Bağlı Mal Değeri
 - x. Nakit İhtiyacı
5. Yatırım Dönemi Finansman Planı
- i. Krediler
 - ii. Teşvikler
6. İşletme Dönemi Bilgileri
- a. Kapasite Kullanım Oranları
 - b. Hammadde, Yardımcı Madde Ve İşletme Malzemesi Tüketim Miktarları
 - c. Vergiler
 - d. Satış Fiyatlarına Bağlı Yıllık İşletme Giderleri
 - e. Nakit Akışı

III. BÖLÜM DEĞERLENDİRMELER VE SONUÇ

- 1. Projenin Değerlendirilmesi
 - a. Sermaye Karlılığı (%)
 - b. Yatırımın Karlılığı (%)
 - c. Net Bugünkü Değer
 - d. İç Karlılık Oranı
 - e. Yatırımın Geri Dönüş Süresi
 - f. Başa Baş Noktası Analizi
 - g. Net Yurt İçi Katma Değer
 - h. Yatırımın Üretkenliği
 - i. Sermaye İstihdam Oranı
 - j. Sermaye Hasıla Oranı
- 2. Sonuç Ve Öneriler

EK-3 : İŞ PLANI VE DEĞERLENDİRME FORMU

1. ÖZET

- A. İş Fikrinin ve İşin Tanıtımı
- B. Fırsat ve Strateji
- C. Hedef Pazar ve Gelişimi
- D. Rekabet Avantajları
- E. Karlılık ve Verim
- F. Yönetim Takımı
- G. Kaynak Talebi

2. SEKTÖR, FİRMA ve ÜRÜN

- a. Sektör
- b. Firma ve Ana Fikir
- c. Mal ve Hizmetler
- d. Pazara Giriş ve Büyüme Stratejisi

3. PAZAR BİLGİLERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

- e. Müşteri Kesimleri
- f. Pazarın Hacmi ve Gelişimi
- g. Rekabete Göre Konum
- h. Tahmini Pazar Payı ve Satışlar
- i. Pazardaki Durum

4. KARLILIK, MALİYETLER ve KARA GEÇİŞ NOKTASI

- j. Brüt Karlılık, Faaliyet Karlılığı
- k. Karlılığın Korunması
- l. Sabit, Değişken (ve Yarı Değişken) Maliyetler
- m. Kara Geçiş Süresi
- n. Nakit Üretmeye Başlama Süresi

5. PAZARLAMA PLANI

- o. Genel Pazarlama Stratejisi
- p. Fiyatlama Politikası
- q. Satış Taktikleri
- r. Bakım, Servis ve Garanti Politikası

- s. Reklam ve Promosyon
- t. Dağıtım
- 6. ÜRÜN (HİZMET) MODELLEME ve GELİŞTİRME PLANLARI
 - u. Ürün(Hizmet) Geliştirme Durumu ve Süreci
 - v. Güçlükler ve Riskler
 - w. Ürün (Hizmet)İyileştirme ve Yeni Ürünler(Hizmetler)
 - x. Geliştirmenin Maliyetleri
 - y. Patent, Lisans v.b. Konular
- 7. ÜRETİM ve OPERASYON PLANI
 - z. Operasyon Devresi
 - aa. Coğrafi Konum
 - bb. Fiziki Kapasite (Tesisler) ve İyileştirme İhtiyacı
 - cc. Operasyon Stratejisi ve Planları
 - dd. Çevre Etkisi ve Benzeri Mevzuat Karşısında Durum
- 8. YÖNETİM KADEMESİ
 - ee. Organizasyon
 - ff. Kilit Profesyonel Yöneticiler
 - gg. Yönetici Ücretleri ve Ödüller
 - hh. Yönetim Kurulu
 - ii. Ortaklar: Hakları, Kısıtlamaları
 - jj. Danışmanlardan Alınacak Profesyonel Hizmetler
- 9. ZAMAN ÇİZELGESİ
- 10. ÖNEMLİ RİSKLER, GÜÇLÜKLER ve VARSAYIMLAR
- 11. FİNANSMAN PLANI
 - kk. Fiili Gelir Tablosu ve Bilançolar
 - ll. Pro-forma Gelir Tabloları
 - mm. Pro-forma Bilançolar
 - nn. Pro-Forma Nakit Akış Analizi
 - oo. Kara Geçiş Grafiği ve Hesabı
 - pp. Maliyet Kontrolü
 - qq. Önemli Büyüklüklerin Özeti
- 12. KAYNAK TALEBİ

rr. Finansman İhtiyacı

ss. Hisselere Bıçılan Değer

tt. Mevcut Öz Kaynaklar

uu. Yeni Kaynakların Kullanım Şekli

13. EKLER

KAYNAKLAR

- Abrams Mark: "Venture Capital Angels", *Vfinans.com/articles*, 12.09.2000
- Akkaya, G. C., İçerli M. Y.: "Kobi'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli", *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 3, Sayı: 3, 2001
- Akkaya Göktuğ Cenk, "Risk Sermayesi Yatırımdan Beklenen Karlılığın Analizi", *Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, Cilt 6 Sayı:4, 2004Aydın Oktay, Baş Melih, "2000'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi Ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi", *Mali Yapı Ve Mali Piyasalarla İlgili 3. İzmir İktisat Kongresinde Sunulan Bildiri*.
- Alpan F., Tevfik G., Tevfik A. T., "Excel ile Finans, Literatür Yayınları", İstanbul, 2001
- Altıntaş M. Berra, "Bir Finansman Tekniği Olarak Risk Sermayesi (Venture Capital)", *Para ve Sermaye Piyasası dergisi*, Aralık, 1986
- Barrow Paul, "Adım Adım Finansman", *Elips Kitap*, Ankara, 2004, s93
- Bolgun Evren, Akçay M. Barış, "Risk Yönetimi", *Scala yayıncılık*, İstanbul, 2005
- Brealey R.A., Myers S. C., Marcus A. J. "İşletme Finansının Temelleri", *Literatür Yayınları*, İstanbul, 2001
- Ceylan Ali, "Finansal Teknikler", *Uludağ Üniversitesi Basımevi*, Bursa, 1993
- Carlberg Conrad, "İşletme Analizi", *Sistem Yayıncılık*, İstanbul, 2003
- Çaldağ Yurdakul, "Şirketler ve muhasebesi", *Gazi Kitabevi*, Ankara, 1999
- Erol Cengiz, "Faizsiz Kredi Modeli: Venture Kapital Finansman Modeli", *Bankacılar Dergisi*, Ankara, Nisan 1992
- Gompers Paul A., Lerner Josh, "The Venture Capital Cycle", *MIT press*, august 1999
- Göçer Lütfi, "İktisat Tarihi, Ders Notları", *Filiz Kitabevi*, İstanbul, 1983
- Gupta J. P., Cavalier A., Dutta S., "Multicriteria model for risk evaluation for venture capital firms ai an emerging market context", *www.sciencedirect.com* , 2003
- İşeri, Müge, "Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği", *Türkmen Kitabevi*, İstanbul, 2001
- Joseph Barlett W., "Fundamentals of Venture Capital, Madison Boks", 1999

Kenney Martin, "Note on Venture Capital", International Encyclopedia of the Social and Behavioral Sciences, Oxford, 2000, s.4

Kishalı Yunus, "Şirketler Muhasebesi", Atatürk Üniversitesi Yayınları No:699, Erzurum, 1994

Kumkale Rüknettin, "Tek Düzen Hesap Planı", Seçkin yayınları, Ankara, 2004

Küçük Orhan, "Girişimcilik ve Küçük işletme Yönetimi", Seçkin Yayınları, Ankara, 2005

Özkan Memet, "Risk Sermayesi Hakkında", www.bilgiyonetimi.org

Repullo Rafaella, Javier Suarez, "Venture Capital Finance, A security Design Approach", Review of Finance, Vol.8, 2004

Saunders Anthony, Cornett Marcia M., "Financial Market and Institutions", McGraw-Hill, Newyork, 2001

Şirvan Nesrin, "Risk Sermayesi Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", <http://www.kadirtuna.com/risksermayesi.pdf>, 2002

Tükenmez M., Susmuş T., Özkan S., "Finansal Yönetim", Vizyon Yayınları, İzmir, 1999

Tuncel Kürşat, "Risk Sermayesi Finansman Modeli", SPK Yayın No:19, Ankara, 1995

Zaimoğlu Tülay, "Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", SPK, Yayın no:15, Ankara, 1995

Weygandt J. J., Kieso D. E., "Financial Accounting", John Wiley & Sons, America, 1995

İnternet Kaynakları

analiz.ibsyazilim.com

www.1000ventures.com

www.bilgiyonetimi.org.tr

www.bvca.co.uk

www.dtm.gov.tr

www.dunyagazetesi.com.tr

www.evca.com

www.isgirisim.com.tr

www.isyatirim.com.tr

www.imkb.gov.tr

www.kobifinans.com.tr

www.kobinet.org.tr

www.kymd.com.tr

www.nvca.org

www.sciencedirect.com

www.spk.gov.tr
www.tacirler.com
www.ttgvgirisim.com
www.tubitak.gov.tr
www.tuik.gov.tr
www.turkvca.org.tr
www.tobb.org.tr

Yasal mevzuat

Sermaye Piyasası Mevzuatı
Türk Ticaret Hukuku
Vergi Usul Kanunu
Gelir Vergisi Kanunu
Kurumlar Vergisi Kanunu
Muhasebe Sistemi Uygulama Tebliğleri

ÖZGEÇMİŞ

Murat DİLMAÇ 1972 de Erzurum’ da doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini Erzurum’da tamamladı. 1992 de Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü’nde lisans eğitime başladı ve 1997’de mezun oldu. 1998 – 1999 yılları arasında askerlik hizmetini tamamlamıştır. 2004’te Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’nde İşletme Anabilimdalı Muhasebe Ve Finansman Bilim Dalı’nda yüksek lisans öğrenimine başladı.

Halen Atatürk Üniversitesi Narman Meslek Yüksekokulu Sosyal Programlar’ da Öğretim Görevlisi olarak görev yapmaktadır.

