

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ BİLİM DALI

**RİSK SERMAYESİNİN
TÜRKİYE’DE UYGULAMA OLANAKLARI**

Yüksek Lisans Tezi

SEÇKİN TUNA YENİDÜNYA

İstanbul,2006

T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSAL PİYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ BİLİM DALI

**RİSK SERMAYESİNİN
TÜRKİYE’DE UYGULAMA OLANAKLARI**

Yüksek Lisans Tezi

SEÇKİN TUNA YENİDÜNYA

Danışman: PROF. DR. GÜREL KONURALP

İstanbul,2006

Marmara Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğü

Tez Onay Belgesi

İŞLETME Anabilim Dalı FİNANSAL PIYASALAR VE YATIRIM YÖNETİMİ
Bilim Dalı Yüksek Lisans öğrencisi SEÇKİN TUNA YENİDÜNYA'nın RİSK
SERMAYESİNİN TÜRKİYE'DE UYGULAMA OLANAKLARI adlı tez çalışması
Enstitümüz Yönetim Kurulunun tarih ve sayılı kararı ile oluşturulan jüri tarafından
Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

Öğretim Üyesi Adı Soyadı

Tez Savunma Tarihi : 14.06.2006

1) Tez Danışmanı : PROF. DR. GÜREL KONURALP

2) Jüri Üyesi : PROF. DR. MÜNİR ŞAKRAK

3) Jüri Üyesi : PROF. DR. F.NURAY ALTUĞ

İmzası

.....

.....

.....

GENEL BİLGİLER

İsim ve Soyadı	: Seçkin Tuna Yenidünya
Anabilim Dalı	: İşletme
Programı	: Finansal Piyasalar ve Yatırım Yönetimi
Tez Danışmanı	: Prof. Dr. Gürel Konuralp
Tez Türü ve Tarihi	: Yüksek Lisans – Haziran 2006
Anahtar Kelimeler	: Risk Sermayesi

ÖZET

RİSK SERMAYESİ TÜRKİYE’DE UYGULAMA OLANAKLARI

Bu yüksek lisans tezinde risk sermayesinin genel özellikleri, ne olduğu, genel kavramları, yatırım kaynaklarından bahsettikten sonra küçük ve orta ölçekli işletmeler hakkında bilgiler verdik ve Türkiye’deki KOBİ’lerin sorunları, çözüm önerilerini belirttik.

Tüm ülke ve toplumlarda risk sermayesinin kurulmasına neden olan faktörler hemen hemen aynıdır: kazançlı girişimci fikirleri ve /veya kurulmuş yapıları tespit edip, finanse etme ihtiyacı. Bununla birlikte, ülkelerdeki farklı yasal, kültürel ve ekonomik koşullar sınırlama ve fırsatları beraberinde getirmektedir. Türk risk sermayesi sektörü oldukça yeni olup, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 1993’deki ‘Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı’ kuruluşu için öngörülen prosedürlerini açıklayan tebliğinden sonra biçimlenmeye başlamıştır. Özel yatırım sektörüne yeterince danışılmadan söz konusu prosedürler tasarlanmıştır. Dolayısıyla etki/tepki kuralına dayanan görüşme neticesinde sunulan çözümler gerçekleşmemiştir. Bu nedenle 1996’da SPK söz konusu tebliği düzelterek daha da çekici hale getirmeye çalışmıştır. Fakat yine de yasal, vergi ve yapısal engeller kurulabilen potansiyel fonları kaçırmaktadır. Risk sermayesi yatırım şirketlerinin Türkiye’de başarılı olabilmeleri için daha büyük potansiyellere sahip olmaları gerekmektedir. Kolaylaştırılmış vergi uygulamaları, Türkiye’nin stratejik konumu ve diğer birçok faktör işletmelere Türkiye’de büyük fırsatlar sunmaktadır. Bütün bu sayılanları göz önüne alırsak Türkiye risk sermayedarları için ideal bir pazar olarak tavsiye edilebilir.

GENENAL KNOWLEDGE

Name and Surname	: Seçkin Tuna Yenidünya
Field	: Business Administration
Programme	: Financial Markets and Investment Management
Supervisor	: Professor Gürel Konuralp
Degree Awarded and Date	: Master – June 2006
Keywords	: Venture Capital

ABSTRACT

THE APPLIED POSSIBILITIES OF VENTURE CAPITAL IN TURKEY

In this master thesis we have explained the main characteristics of venture capital, its definitions, its investment fund sources, stages and then we talked about small and medium sized enterprises and Turkish SME's, their problems and how we can solve these problems and how could we use venture capital for SME's.

The driving forces behind the establishment of the venture capital notion are similar in all countries and societies: the need to find and fund the most lucrative entrepreneurial ideas and/or established structures. However, the evident legal, cultural and economic dissimilarities between different countries offer both restrictions and opportunities. The Turkish venture capital industry is relatively new and only began to take shape after 1993 when the Capital Market Board (SPK) prepared and announced their communique regarding procedures for the establishment of a 'Venture Capital Investment Trust'. Since the procedures for the establishment of a venture capital fund were drafted without adequately consulting the investment industry the traditional negotiation scheme of action/reaction offering a more conclusive solution were not realized. Hence, the SPK amended the communique in 1996 to make it more attractive. However legal, tax and structural obstacles still do exist, driving away any potential fund establishments. Venture capital investment companies have greater potential to become successful in Turkey. Simplified taxation, the strategic place of Turkey and numerous other factors give businesses in Turkey great opportunity. Considering all above mentioned advantages, Turkey is offering an ideal market for venture capitalists.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No.
Tablo Listesi.....	v
Şekil Listesi.....	vi
Kısaltmalar.....	vii
GİRİŞ.....	1
1. RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNE GENEL BİR BAKIŞ	
1.1. Risk Sermayesinin Tanımı.....	4
1.2. Risk Sermayesinin Özellikleri.....	4
1.3. Risk Sermayesi Şirketleri Tarafından Sunulan Hizmet Türleri.....	6
1.4. Risk Sermayesinin Ölçütleri.....	7
1.5. Risk Sermayesi Modelinde Risk Faktörleri.....	8
1.6. Risk Sermayesi Finansman Modelinin Kapsamı.....	8
1.7. Girişimcileri Risk Sermayesi Yatırımlarına Yönelten Faktörler.....	10
1.8. Risk Sermayesinin Başarısı Açısından Gerekli Ortam ve Koşullar...	12
2. RİSK SERMAYESİ MODELİNİN İŞLEYİŞİ VE TEKNİK YAPISI	
2.1. Risk Sermayesinin İşleyişi.....	17
2.1.1. Risk Sermayesinin Firma Seçimi.....	17
2.1.2. Risk Sermayesi Yatırımı İçin Proje Bulunması.....	18
2.1.3. Projelerin Ön Elemeden Geçirilmesi.....	20
2.1.4. Ölçme Değerlendirmede Kilit faktörler.....	22
2.1.5. İş Planının Değerlendirilmesi.....	23
2.1.6. Yatırım Süreci.....	28
2.1.6.1. Risk Parametrelerinin Belirlenmesi.....	28
2.1.6.2. Gelirin Hesaplanması.....	29
2.1.6.3. Yapılandırma Sürecinin Sonuçlandırılması.....	30
2.1.7. Yatırım Sonrası İzleme.....	31
2.1.7.1. Yatırım Yapılacak Firmaya Atanacak Yöneticinin Seçimi	31
2.1.7.2. Yatırım Yapılacak Firmaya Atanacak Yöneticilerin	
Görev ve Sorumlulukları.....	32

2.2. Yatırımcı Girişimci İlişkisi.....	34
2.3. Risk Sermayesi Yatırımlarının Karakteristikleri.....	34
2.4. Girişimcinin Karşılaştığı Sorunlar.....	35

3. RİSK SERMAYESİ MODELİNİN YATIRIM AŞAMALARI

3.1. Çekirdek Sermayesi veya AR-GE Projesi Finansmanı.....	37
3.2. Başlangıç Sermayesi.....	40
3.3. Erken Aşama Finansmanı.....	42
3.4. Geçit Finansmanı.....	43
3.5. Gelişme-Büyüme Sermayesi.....	43
3.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman.....	43
3.7. Diğer Geç Aşama Yatırımları.....	44
3.7.1. Yerine Koyma Sermayesi.....	44
3.7.2. Şirket Kurtarma Finansmanı.....	44
3.7.3. Tüm Hisseleri Satın Alma.....	45
3.7.3.1. Kaldıraçlı Satın Alma.....	46
3.7.3.2. Kaldıraçlı Satın Almadan Çıkış Yolları.....	46
3.7.3.3. Çalışanların Ele Geçirme İşlemi	47
3.7.3.4. İşletme Dışındaki Yöneticilerin MBO Hareketi.....	47
3.7.3.5. Sponsored Spin-Offs.....	47
3.7.3.6. Hukuki Mevzuat.....	48
3.8. Çıkış.....	48

4. RİSK SERMAYESİ YATIRIMINDAN ÇIKIŞ YOLLARI

4.1. Halka Açılma Yöntemi.....	49
4.2. Toplu Satışlar (Trade-Sale).....	53
4.3. Şirketin Paylarının Tekrar Kendisi Tarafından Geri Alınması.....	54
4.4. Şirketin Tasfiye Edilmesi.....	55

5. TÜRKİYE’DE KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELER (KOBİ’LER) VE KOBİ’LERİN ÖNEMİ

5.1. KOBİ’lerin Temel Özellikleri.....	57
--	----

5.1.1. KOBİ'lerin Kuvvetli Yönleri.....	57
5.1.2. KOBİ'lerin Zayıf Yönleri.....	59
5.2. Türkiye'de Küçük ve Orta Boy İşletmeler.....	62
5.3. Türkiye'de KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Mc Millan Gap....	62
5.3.1. Mac Millan Gap ve Dış Kaynak Sağlamadaki Güçlükler....	64
5.3.2. Öz Kaynak Finansmanındaki Güçlükler.....	66
5.4. Türkiye'de KOBİ'lere ve Risk Sermayesinin Gelişimine Yardımcı Olan Kuruluşlar.....	68
5.4.1. Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA).....	68
5.4.2. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB).....	69
5.4.3. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV).....	71
5.4.4. Türkiye Halk Bankası (HALKBANK).....	72
5.4.5. Türkiye Kalkınma Bankası.....	73
5.4.6. Diğer Bankalar ve Kuruluşlar.....	74
5.4.7. Teknoparklar/Teknoloji Geliştirme Merkezleri.....	74
5.5. Sermaye Piyasasından Yararlanma Açısından KOBİ'ler.....	76

6. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ

6.1. Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Türkiye'de Risk Sermayesinin Gelişim Süreci.....	78
6.1.1. Türkiye'de Risk Sermayesinin Altyapısı ve İlk Girişimler...	80
6.1.2. Türkiye'de Risk Sermayesi Sektörünün İçinde Bulunduğu Durum.....	83
6.1.3. Direkt ve Dolaylı Devlet Desteği.....	92
6.2. Yatırım Aşamalarına Göre Türkiye'de Risk Sermayesinin Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi.....	93
6.2.1. Çekirdek Sermaye Açısından Risk Sermayesi Değerlendirmesi.....	94
6.2.1.1. Fikrin Bulunması.....	94
6.2.1.2. Kaynağın Bulunması.....	96
6.2.2. Başlangıç Sermayesi ve Diğer Aşamalar Açısından Risk Sermayesi Değerlendirmesi.....	97

6.2.2.1. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler.....	98
6.2.2.2. Kredi Garanti Fonu.....	99
6.2.2.3. Kredi Garanti Fonunun Türkiye’de Uygulanması....	100
6.3. Türkiye’de Risk Sermayesi Uygulamasında Karşılaşılan Sorunlar..	102
6.4. Risk Sermayesinden Türkiye İçin Beklenen Yararlar.....	106
6.5. Risk Sermayesini Geliştirmeye Yönelik Öneriler Paketi ve Türkiye’ye Özgün Bir Model.....	107
6.5.1. Bilimsel AR-GE Faaliyetlerini Destekleyici Tedbirler.....	107
6.5.2. Teşvik Sistemi Bazlı Tedbirler.....	113
7.TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİNİN ANLAŞILIRLIĞI ÜZERİNE BİR UYGULAMA.....	119
8.SONUÇ.....	139
EKLER.....	142
KAYNAKÇA.....	145

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No.
Tablo 1 : Frekans Tablosu.....	120
Tablo 2 : Korelasyonlar.....	132
Tablo 3 : Reliability.....	137

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No.
Şekil 1 : Risk Sermayesinin Tarafları.....	6
Şekil 2 : Risk Sermayesi Modelinin İşleyişi.....	9
Şekil 3 : Yatırım Aşamaları ile Ürün Hayat Eğrisi Arasındaki İlişki.....	38
Şekil 4 : Risk Sermayesi Yatırım Aşamaları.....	39
Şekil 5 : Risk Sermayesi Yatırımı için Teknolojinin S Eğrisi.....	40
Şekil 6 : İş Girişim Sermayesi Yatırım Aşamaları.....	89
Şekil 7 : AR-GE Faaliyetlerinin Desteklenmesine Yönelik Sistem Önerisi.....	111
Şekil 8 : Türkiye için Özgün Bir Risk Sermaye Modeli Önerisi.....	117

KISALTMALAR

A.Ş.	: Anonim Şirket
AR-GE	: Araştırma Geliştirme Faaliyetleri
BIMBO	: Buy In Management Buy Out (MBI ve MBO'nun Birlikte Uygulanması)
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
EBO	: Employee Buy Out (Çalışanların Ele Geçirme İşlemi)
ESOP	: Employee Stock Ownership Plan (Çalışanların Hisse Alım Planı)
GVK	: Gelir Vergisi Kanunu
HDTM	: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı
IFC	: International Finance Corporation (Uluslararası Finans Kurumu)
KOBİ	: Küçük ve Orta Büyüklükteki işletmeler
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
LBO	: Leveraged Buy-Out (Kaldıraçlı Satın Alma)
MBI	: Management Buy-In (İşletme Dışında Yöneticilerin MBO Hareketi)
MBO	: Management Buy-Out (Yönetimsel Yaklaşım)
MKYF	: Menkul Kıymet Yatırım Fonu
MKYO	: Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı
OECD	: Organization for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı)
OTC	: Over The Counter Markets (Kote Edilmemiş Hisse Senetlerinin İşlem Gördüğü Tezgah Üstü Piyasaları)
RS	: Risk Sermayesi
RSYF	: Risk Sermayesi Yatırım Fonu
RSYO	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
RSYŞ	: Risk Sermayesi Yönetim Şirketi
s.	: Sayfa Numarası
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Ser. P. K.	: Sermaye Piyasası Kanunu
TDA	: Teşebbüs Destekleme Ajansı
TKB	: Türkiye Kalkınma Bankası
THB	: Türkiye Halk Bankası
TTK	: Türk Ticaret Kanunu

GİRİŞ

20. yy'ın başından itibaren teoride ve uygulamada önem kazanan işletme finansmanı sağlanmasında özellikle 1950'den itibaren alternatif yöntemler geliştirilmiştir. Bir yandan öz kaynak sunan yatırımcılara farklı seçenekler sunulurken öte yandan özellikle uzun vadeli borçlanmayı hedef alan yeni finansman teknikleri geliştirilmiştir. 1940 ve 50'li yıllarda Amerika'da daha çok aile şirketleri şeklinde faaliyet göstermeye başlayan risk sermayesi şirketleri günümüzde halka açık şirketler olarak faaliyet göstermektedir. 70'li yıllardan itibaren yatırım bankacılığının da ilgisini çeken risk sermayesi operasyonları günümüzde genellikle profesyonel risk sermayedarları tarafından kurulup örgütlenmektedir. Uygulama da bu amaçla kurulan şirketlerin yanı sıra, emeklilik fonlarının, yabancı sermayedarların ve sigorta şirketlerinin de bu alana özel ilgi gösterdikleri gözlemlenmektedir.

Risk sermayesi yatırım modeli günümüzde ülkelerin gelişmesi ve refahını artırması için bir araçtır. Üretimin ve istihdamın artması, teknolojinin gelişmesi, girişimci insanların önünün açılması sayesinde toplumun dinamizminin artmasına dolayısı ile hem bireylerin yaratıcı iş fikirlerini hayata geçirmeye hem de o ülkenin refahını artırmaya çok büyük katkıda bulunabilir.

Risk sermayesinin temel ve en önemli hedefi yeni ve uygulanabilir teknoloji ve fikirlere pazara girme şansını yaratarak bunların pazarda başarısını sağladıktan sonra, bir şekilde yatırılan paranın ve tabi ki bunun yanında, tüm verilen hizmetlerin karşılığı olarak hatırı sayılır bir kazancın sahibi olmaktır. Risk sermayesinin hedef yatırım kitlesinin küçük ve orta boy işletmeler olduğunu söyleyebiliriz. Bu işletmeler hepimizin bildiği ve bu çalışmada da anlatıldığı üzere ekonominin en temel unsurlarıdır. Bu işletmeler, büyük işletmelere göre daha fazla finansman problemleri yaşamaktadırlar. Zira büyük işletmeler finans piyasalarından istedikleri şekilde borçlanabildikleri halde küçük ve orta boy işletmeler çalışmamızda da belirteceğimiz üzere birçok problemler yaşamaktadırlar. Özellikle çok riskli girişimlerin finansman bulması hemen hemen imkansız gibidir. İşte bu durumlarda risk sermayesi bu finansman boşluğunu doldurmaktadır. Sermaye, teknoloji ve girişimci bireylerin mevcut olduğu bir ortamda risk sermayesi modeli uygulamaya konabilir. Önemli olan nokta, bu üç temel bileşenin uygun koşullarda

birleştirilmesi ve ticari bir hale dönüştürülmesidir. Bu birleşmeyi sağlamak için gerekli zemini hazırlamak ise yetkili devlet kuruluşlarının görevidir. Devlet tarafından gerekli düzenlemelerin yapılması, gerekli ortam ve kuruluşların oluşturulması halinde risk sermayesi modeli başarılı olmaktadır. Ama Türkiye'nin bu konuda çok geç kalmış olduğu açıktır.

Bu çalışmanın amacı; ülkemizin küreselleşen dünyanın getirdiği zorlu rekabet ortamındaki medeniyet yarışında geri kalmaması için etkin bir şekilde uygulanması gereken bu finansman modelinin tanıtılmasıdır. Aynı zamanda risk sermayesi modelinin temel esasları ve işleyişi hakkında gerekli bilgileri ortaya koymak, risk sermayesi sektörü ile ilgili uygulamaları ve Türkiye'de yapılan çalışmaları incelemek ve risk sermayesi ile ilgili yeni trend ve uygulamaları irdelemektir. Burada hemen şu belirtilmelidir ki, ülkemizde sıkıntısı çekilen sermaye eksikliği mutlaka yeterli düzeye ulaştırılmalıdır. Bu sermaye ülke içinden sağlanabileceği gibi yurtdışı kaynaklı da olabilir.

Düşünceler ise doğrudan insan olgusuyla bağlantılıdır. Öncelikle yeniliğe açık, hemen adapte olabilen kıvraklıkta girişimci zihniyetin varlığı ve kolaylıkla yeni bir yatırıma yönelebilen düşünceler zorunludur. Diğer yandan, yeterli sayıda yetenekli insanlar ve yöneticilerin varlığı gerekmektedir ki, bu noktada bir kere daha sosyal bir olgu ile karşı karşıya kalınmaktadır. Söz konusu insanlar öyle seçilmelidir ki hem yönetici hem de girişimci niteliği taşımalıdır. Risk sermayesinin başarısı girişimcilik ve yöneticilik vasıflarını bir ölçüde bağdaştırabilmekle sağlanacaktır.

Aynı zamanda ürünlerin ve hizmetlerin satılabileceği pazarların varlığı önem kazanmaktadır. Türkiye açısından en azından Türki Devletlerinin varlığı şans olarak değerlendirilmelidir. Öyleyse; risk sermayesinin başarısı sosyal bir gelişmeyi içermektedir. Dolayısıyla olguya kısa vadeli değil, uzun vadeli bakılmalıdır.

Risk sermayedarlarının temel özellikleri; teknolojik yeniliklere önem vermeleri, yatırımlarını öz kaynak kullanarak yapmaları, yönetimde aktif bir rol üstlenmeleri, genelde küçük ve gelişme potansiyeli olan işlere yönelmeleri ve yatırımlarını uzun vadeli olarak düşünmeleridir. Risk sermayesi yatırımları; sermayenin oluşturulması, organize edilmesi, yatırımın gerçekleştirilmesi ve yatırımdan çıkış aşamalarını izler. Risk sermayesi, yatırımdan çıkış araçlarının uygun olmadığı ortamlarda gelişemez. Risk sermayesinin, bir sermaye

piyasası aracı gibi görülmesine neden, bu modelin sermaye piyasasına bu noktadaki bağımlılığıdır. Olaya makro-ekonomik açıdan bakıldığında risk sermayesi uygulaması ülkemize getireceği faydalar bakımından olumlu görülmektedir.

Yedi bölümden oluşan bu çalışmanın ilk bölümünde; risk sermayesi ile ilgili kavramsal açıklamalara yer verilerek, risk sermayesinin özellikleri, risk sermayesi yatırımına yönelten faktörler ve risk sermayesinin başarısı açısından gerekli ortam ve koşullar tartışılmıştır.

İkinci bölümde; risk sermayesi modelinin finansal açıdan teknik yapısı ortaya konmaktadır. Bu çerçevede bir projenin planlanmasından yatırımdan çıkış anına kadar geçirdiği evreler belirtilmiş, proje değerlemeye dair ayrıntılı açıklamalar yapılmıştır.

Üçüncü bölümde; risk sermayesi modelinde yatırım yapılabilecek evreler teker teker detaylı olarak incelenmiştir.

Dördüncü bölümde; risk sermayesi yatırımlarından çıkış yolları, risk sermayesi modelinin uygulanabilmesi için gerekli olan piyasalar üzerinde durulmuştur.

Beşinci bölümde; risk sermayesinin asıl amaçlarından biri olan teknoloji üreten KOBİ'ler açısından Türkiye'deki durum, mevcut finansman güçlükleri, kaynak yetersizliği, KOBİ'ler açısından sermaye piyasası, mevcut teşvik sistemi ortaya konmaya çalışılmıştır. Aynı zamanda KOBİ'lerin temel özellikleri ve Türkiye'de KOBİ'lere ve risk sermayesinin gelişimine yardımcı olan kuruluşlar hakkında bilgi verilmiştir.

Altıncı bölümde; Türkiye'de risk sermayesinin gelişimi, risk sermaye modelinden beklenen faydalar ile ülkemizde risk sermayesinin geliştirilmesine yönelik olarak düşündüğümüz bilimsel ve kurumsal bazlı tedbirlere yer verilmiş, mevcut durumda modeli çalıştırmaya yönelik Türkiye'ye özgün bir yapı kurulmaya çalışılmıştır.

Son bölümde ise, Türkiye'de risk sermayesini kullanan ya da kullanmakta olan firmalara risk sermayesi üzerine hazırlanan bir anket uygulanmış ve bu firmaların risk sermayesini tam olarak anlayıp uyguladıkları öğrenilmeye çalışılmıştır.

BÖLÜM I

RİSK SERMAYESİ FİNANSMAN MODELİNE GENEL BİR BAKIŞ

1.1. Risk Sermayesinin Tanımı

Risk Sermayesi (RS), dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine imkan tanıyan bir yatırım finansman biçimidir. RS, işletmede bir pay elde etmek üzere, feshedilemez haklara sahip olarak yapılan öz kaynak ya da öz kaynak benzeri bir yatırımdır.¹ RS yatırımının getirisi, sonuçtaki sermaye kazancıdır. Ancak yatırım yalnız başlangıç yatırımı olarak algılanmamalıdır. Geliştirme ve izleme yatırımları (follow on investments) modelin ayrılmaz bir parçasıdır. RS yatırımlarında yönetimin ele geçirilmesi amacı taşınmaz ancak mevcut yönetime destek sağlanması yatırımın korunması açısından önemlidir. RS yatırımları, hisse senetlerinin borsaya kotasyon aşamasına kadar likit değildir. RS yatırımlarında bir vadeye bağlı itfa uygulaması yoktur, yatırımlar genellikle 10 yıla kadar uzayabilen vadelere yayılmıştır. RS, büyük kaynak sahibi yatırımcının, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ) oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptığı uzun vadeli bir yatırımdır.² RS temel olarak teknolojik yenilik, sermayeye katılma, yönetime katılma, küçük işletme ve hızlı büyüme, uzun vadeli yatırım gibi unsurlardan oluşur.³

1.2. Risk Sermayesinin Özellikleri

Risk sermayesi, firmaların başlangıç ve riskli dönemlerinde başvurdukları bir finansman yöntemidir. RS yüksek gelir arayan fakat aynı zamanda yüksek riski de göze alabilen sermayedir. Ancak getirisi ve riski yüksek her yatırım ‘Risk Sermayesi’ olarak tanımlanamaz. Zira risk sermayesi; gelişme potansiyeli büyük olan küçük ve orta büyüklükteki firmaların oluşması ve faaliyet sürdürmeleri için yapılan yatırımdır. Risk sermayesinin temel özellikleri aşağıdaki gibi belirtilebilir:⁴

i) Yatırım projesi, gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermeli, dinamik, yaratıcı küçük ve orta büyüklükteki firmalara yönelik olmalıdır. Bu tür firmalar yaratıcı ve girişimci dinamik yapılarına rağmen, ölçekleri ve varlıklarının yetersiz olması nedeniyle, verimlilik beklentisi yüksek olan projelerini sermaye ve para piyasaları aracılığıyla

¹ Berra Altıntaş, ‘Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi’, **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, (1985)

² Serdar Eser, **Kobilerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi**, Ankara: SPK Yeterlilik Etüdü, 1990, s.49.

³ Ülkü Dağdelen, ‘Risk Sermayesi’, **İşletme ve Finans Dergisi**, (Mart 1992), s.54.

⁴ Rıfat Esen, ‘Venture Capital’, **Dünya Gazetesi**, (20.10.1989)

finanse edememektedirler. Böylece risk sermayesi bu türdeki firmalara yapılan yeni yatırımlar olarak önem kazanmaktadır.

ii) Risk sermayesinin kapsamı yatırımlarla sınırlı değildir. Yatırımcı (risk sermayedarı) aynı zamanda yönetsel bilgi birikimini ve deneyimini kullanmakta, aktif olarak firmanın fizibilite çalışmalarına, kuruluşuna ve yönetimine de katılmaktadır. Bu durum iki nedenle açıklanabilir. Birincisi, küçük ve orta büyüklükteki firmaların yönetsel deneyimlerinin risk sermayesi şirketine oranla daha az olması, ikincisi ise; risk sermayesi şirketinin riski azaltmak için firmayı kontrolü altında tutma eğilimidir.

iii) Yatırımın hisse senedi karşılığında yapılması. Bu anlamda yatırımcı için büyük risk söz konusudur. Ancak projelerin iyi bir incelemeye ve elemeye tabi tutulması bu riski azaltabilir.

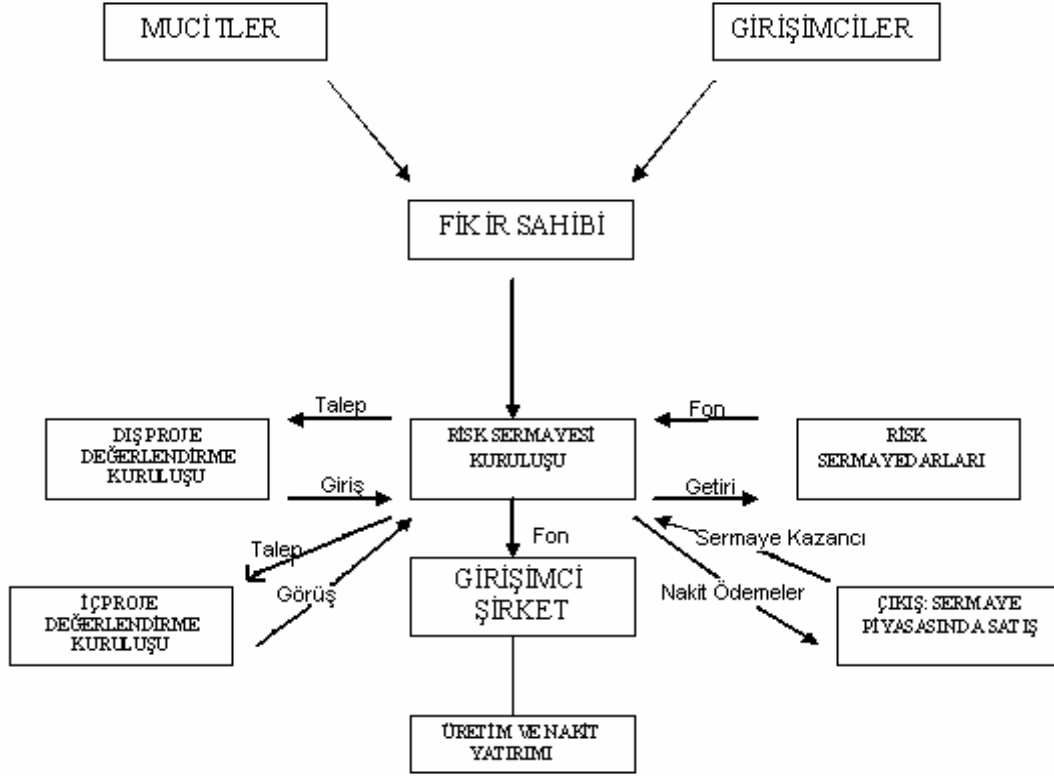
iv) Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli (5-10 yıl). Risk sermayedarı, finanse ettiği firmanın gelişimi ve ticari başarısı yoluyla önemli bir sermaye kazancı elde etmek amacıyla yatırım yapmaktadır.

v) Risk sermayesi yatırımları yüksek ya da düşük teknolojiyle çalışan alanlara yapılabileceği gibi, firmanın gelişme sürecinin herhangi bir aşamasında da yapılabilir.

Risk sermayesinin tarafları:

- 1) Mucitler: Mucitler yeni bir buluş ortaya çıkaran kişilerdir. Buluş ise teknoloji alanında belirli bir sorunun çözümüne olanak sağlayan düşüncedir. Mucit bazen bu buluşu yenilik halinde pazara sunan girişimci ile aynı kişi olabilir.
- 2) Girişimciler: Girişimci; yeni pazar, yeni tedarik ve finansman kaynakları bularak, yeni ürün ya da üretim teknikleri, örgütlenme biçimleri geliştirerek ekonomik gelişmenin öncülüğünü yapan kişidir. Riskten kaçmayan ve yaratıcı bir kişi olan girişimcinin önünde genellikle finansal ve kültürel engeller yer almaktadır.
- 3) Risk Sermayedarı: Risk sermayedarı; risk sermayesi sağlayan kişi ya da kuruluştur. Risk sermayedarlarının oluşturduğu fon havuzu profesyonel bir ekip ya da kurum (örneğin bir yatırım bankası) tarafından yönetilmektedir.
- 4) Risk Sermayesi Fonu: Risk sermayesi yatırımında, çeşitli finansal araçların kullanılmasıyla, proje finansmanına ihtiyaç duyan kişi veya kuruluşa sağlanan sermayedir.

Risk sermayesinde yer alan taraflar ve bunlar arasındaki ilişki aşağıdaki şekilde gösterilmiştir.



Şekil-1: Risk Sermayesinin Tarafları⁵

1.3. Risk Sermayesi Şirketleri Tarafından Sunulan Hizmet Türleri

Risk sermayesi şirketleri sağladıkları finansman desteğinin yanı sıra yatırım yaptıkları firmaya, aşağıdaki konularda hizmetler sunmaktadırlar:

- İşletme stratejisinin belirlenmesi,
- Şirketin mali yapısının, periyodik olarak planlanması,
- Ortaya çıkabilecek muhtemel sorunların başlangıçta tespit edilmesi,
- Bütçe sisteminin geliştirilmesi,
- Pazar problemlerinin çözümü,
- Maliyet kontrolünün sürekli izlenmesi,
- Nakit akımlarının yönetim ve kontrolü,
- Nakit ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla finans kuruluşları ile işbirliğinin yapılması,
- İşletme problemlerinin çözümü için danışman firmaların bulunması,

⁵ Oktay Aydın ve Melih Baş, **2000'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi**, İzmir: 3. İktisat Kongresi Bildirisi, 1992, s.1-2

1.4. Risk Sermayesinin Ölçütleri

Teknolojik Yenilik: RS'nin amacı spekülâtif yüksek kar elde etmeye yönelik değildir. Elde edilen kar teknolojinin getirdiği verimlilik artışından kaynaklanır. Teknolojik yenilik uzun araştırmalara dayanır. RS kaynak dağılımını düzenleyici, verimlilik artırıcı özelliğini bu ölçütle üstlenmektedir. Yeni yatırımların yüksek olan riskini düşürmek amacıyla genellikle işletmelere her aşamada yatırım yapılabilir.⁶

Sermayeye Katılma (Equity Participation): RS yatırımı esas olarak bir öz sermaye yatırımıdır. Risk sermayedarı, yatırım yaptığı şirkete bir alacaklı olarak değil bir ortak olarak girer. Ortaklık hisseleri, başlangıçtaki görüşme ve pazarlıklar sonucu belirlenir.⁷

Yönetime Katılma (Hands On): RS yatırımcısı yönetim riskini azaltmak amacıyla yönetime katılır. Burada amaç yönetim kontrolünü ele almak değil, yönetim ve organizasyona destek sağlamaktır. RS yatırımcısı uzmanları aracılığı ile bu ölçüt çerçevesinde yatırımlarını denetler. Ancak, RS şirketinin anlayışına göre, yönetime hiç katılmama ya da dolaylı destek sağlama yollarından biri tercih edilebilir.

Küçük İşletme/Hızlı Büyüme (Relatively small rapidly growing company): RS yatırımı firmaların büyüklüğünden bağımsızdır. Ancak, RS yatırımının amacı hisse senetlerinden pazar ortalamasının üstünde bir kar sağlanması olduğundan, bunu çoğu kez küçük olup da teknolojiyle çok hızlı bir büyüme sergileyen şirketler sağlayabilmektedir. Bu sebeple erken aşamada finanse edilen teknolojik gelişmenin yüksek bir kar potansiyeli vardır. RS bu ölçüt ile KOBİ'lerin gelişimine ortak olmaktadır.

Uzun Vadeli İntibak (Long Term Orientation): Teknolojik buluşun ortaya çıkması ile pazara sunulması arasında ortalama olarak 7-10 yıl gerekmektedir. RS şirketi yatırım yaparken bu süre boyunca kazanç sağlayamamakta ve bu süreçte ek finansman yükleri ile karşılaşmaktadır. Aslında piyasaya ilk giren değil, genellikle ilgili yenilikler kazanç

⁶ Rahmi Kaya, **Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama İmkanları**, Ankara: Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Yeterlik Etüdü, 1992, s.28

⁷ Halil Sariaslan, 'Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları', **ASO Dergisi**, (Nisan 1992), s.3.

sağlamaktadır. Bu nedenle RS yatırımları sabır, sağlam mali kaynak ve ayrıntılı incelemeye gereksinim gösterir.⁸

1.5. Risk Sermayesi Modelinde Risk Faktörleri

Teknolojik Risk: Bu tür riskler, AR-GE çalışmaları sırasında yeterli teknolojik deneyime sahip olunmamasından veya RS fonunun bu aşamayı kapitalize edebilecek yeterlilikte olmamasından kaynaklanır.

Yönetim Riski: Hedef şirket yönetimi, yönetim fonksiyonlarını idame ettirme yeteneğinden yoksun olabilir. RS yatırım şirketlerinin aktif katılımı istemeleri bu riskten kaynaklanır.

Finansman Riski: Üretim aşamasında ürünü pazara eksiksiz taşıyacak ek finansmanları temin edememe riskidir. RS sektöründe safha finansmanı sistemi benimsenir. Buna göre projenin her safhasında finansal fonlama projenin belli amaçlarını realize etme gücüyle bütünleşmelidir.

Üretim Riski: Kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime elverişli olmaması riskidir. Aynı risk ilk örneklerin pazarlanabilir bir ürüne dönüşmemesinde de söz konusudur.

Pazarlama Riski: Ürünün pazarlama aşamasındaki performansına bağlı olan bir risktir. Bu aşamada ürünün pazara sunumu, pazar hacmi ve rekabet konuları öne çıkar.

Demode Olma Riski: İleri teknoloji içeren, yaşam süresi kısa olan ürünlerde, pazar dinamiklerinin yeterli satış hacmine ulaşmadan ürünü demode etme riskidir. Bu durum özellikle elektronik ve bilgisayarda açıkça görülmektedir. RS şirketleri bu tür projelerde daha kısa bir yatırım süresi öngörmektedirler.⁹

1.6. RS Finansman Modelinin Kapsamı

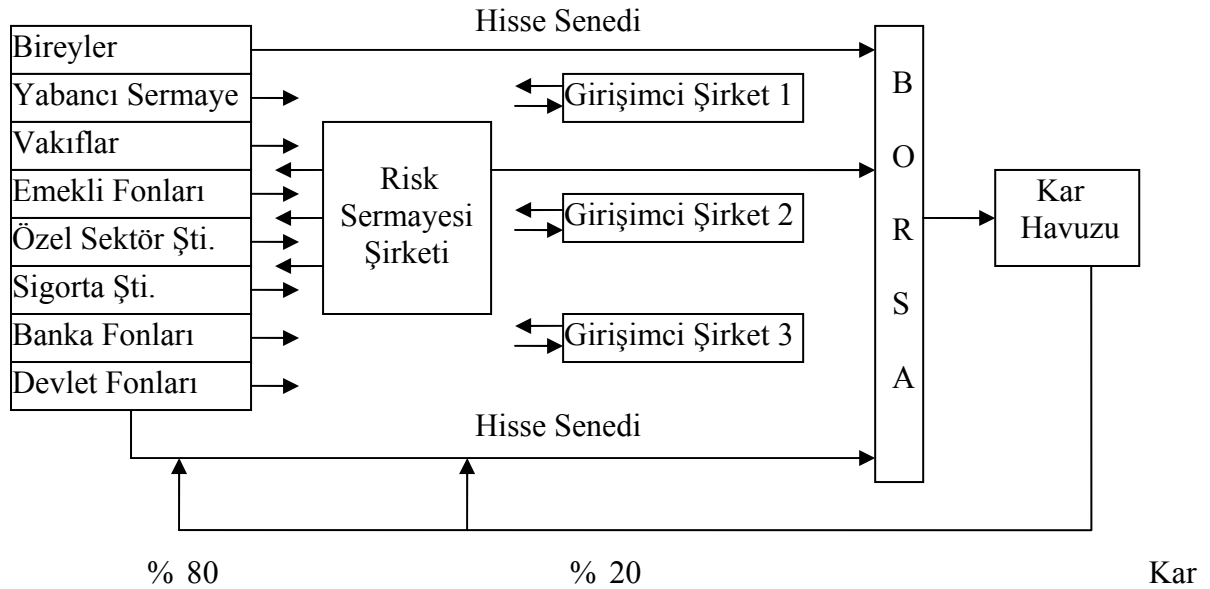
Risk sermayesi şirketi, şirket ya da şahıs kaynaklı olsun büyük bir güce sahiptir. Bu güç hangi projelerin destekleneceğine karar verme yetkisinden doğmaktadır. RS şirketi kurulacak şirketin hisse senetlerini almakla kendini tehlikeye atmaktadır. Bir örnek üzerinde modelin kapsamını açıklamaya çalışırsak; iyi bir mühendisin ilginç bir tasarım gerçekleştirdiğini ve kendi çapında bir yapılabirlik çalışması oluşturduğu varsayalım; RS prosedürü aşağıdaki şekilde işleyecektir:

⁸ Dağdelen, s.54-56

⁹ Kaya, s.28-30

- Geliştirilen ürün veya tasarım için kapsamlı mali ve teknik araştırmaları içeren profesyonel bir fizibilite etüdü hazırlanması.
- Fizibilite etüdünün sonucunda proje maliyetinin ortaya konması.
- Fizibilite etüdünün baz alındığı bir iş planı hazırlanıp bu planın RS şirketine gönderilmesi.
- RS uzmanları iş planını incelemesi ve iş planının umut verici bulunması halinde projenin detaylı olarak incelenmesi.
- İncelenen proje hala ikna edici bulunuyorsa, RS şirketinin kendi uzmanlarına tekrar fizibilite etüdü yaptırması. (Bu aşamada yeterli bulunmayan proje reddedilir.)
- Proje yapılabilir ve beklenen karlılık düzeyinde bulunursa RS şirketi ve mühendis arasında kurulacak şirket için ortaklık görüşmeleri başlar.
- Anlaşma sağlanırsa projenin gerçekleşmesi için şirketin kurulması çalışmalarına başlanır.

RS şirketi her yatırımı kendi içinde riski ve beklenen getirisiyle değerlendirmektedir. Çünkü, alternatif projelerin genellikle karşılaştırılabilirlik özelliği yoktur. Yatırımların yüksek riskliliği, sektörel dağılım ve yatırım aşamasının farklılaştırılmasıyla dağıtılmaktadır.



Şekil-2: Risk sermayesi Modelinin İşleyişi¹⁰

¹⁰ Tansu Çiller ve Murat Çizakça, 'Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri', İSO Araştırma Dairesi, Yayın No:7 İstanbul (1989) s.121-123

RS şirketleri modelde görülebileceği gibi belirtilen kaynaklardan sağladıkları fonlar için, herhangi bir getiri taahhüdünde bulunmamaktadırlar. İşlem temelde bir fon kullanım sözleşmesine dayanır. Genel uygulama karın %80'inin fon sahibine %20'sinin şirkete kalması şeklinde olmaktadır. Sözleşmeler genellikle kapalı uçlu fonlar (close-end funds) şeklindedir ancak açık uçlu (open-end funds) fon kullanımlarına da rastlanmaktadır. Fon sahibi olan RS şirketi, yatırım önerilerini toplamakta ve gelen iş planlarını incelemektedir. RS şirketinin yönetim komisyonu genelde %2 civarında olmaktadır.¹¹

Yatırım analizinde gelişmiş olan RS şirketleri şirketlere yönetim danışmanlık hizmetleri de sağlamaktadırlar. RS yatırımlarının başarılı olması için; uzun dönemli yatırım kaynaklarının mevcut olması, bağımsız fon yönetimine uygun bir yapı, yatırımdan çıkış için uygun piyasaların varlığı ve kaliteli yatırım fırsatlarının mevcut olması kadar ulusal ekonomik ve politik istikrar da ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede model, yatırım için sermaye birikimi yaratılması, sermaye yatırımı ve yatırımdan çıkış aşamalarından oluşmaktadır.¹² RS yatırımlarına katılan yatırımcılar için yatırımın risk derecesini bilmek önem taşır. Yatırımda düşük risk, yatırım riskinin uygun şekilde yayılmasıyla sağlanır. Risk sermayesi yatırımlarının ilk yılları çoğunlukla zararlı sonuçlanmaktadır. Ancak, zararın uzun süreli olması durumunda, bu yatırımın portföyden çıkarılması gerekir. Ayrıca eldeki fonların, yatırımı devam ettirmek için gerekli giderleri sağlayacak seviyede olması gerekir. RS portföyünün başarısı için, fon sahiplerinin ve siyasal çevrelerin müdahalesinden uzak kalması gereklidir.¹³ Sermayenin cazip alanlara yatırılabilmesi için; kaliteli bir iş akışının varlığı, yönetim yeteneği ve uygun finansal araçların kullanılması gereklidir. RS modelinin son halkası ise yatırımdan çıkıştır. Yatırımdan çıkışın başlıca yolları; hisselerin halka arzı, başka bir şirkete satılması, girişimci şirkete geri satılması ya da üçüncü kişilere satılmasıdır.

1.7. Girişimcileri Risk Sermayesi Yatırımlarına Yönelten Faktörler

Küçük işletmelerin özelliği, çok büyük oranda işletme sermayesine ihtiyaç göstermelerine rağmen bu konuda yeterli finansman kaynağına sahip olmamalarıdır. Dolayısıyla, bu işletmelerin finansmanı, her birinin özel durumu da dikkate alınarak ve öz kaynaklara oranla belirlenecek borçlanma miktarına kadar borçlanmayı sağlayan bir öz

¹¹ Sarıaslan, s.6

¹² Eser, s.52-55

¹³ Kaya, s.37-38

kaynak yabancı kaynak dengesi kurularak gerçekleştirilmelidir. Genel olarak, bir işletmedeki herhangi bir yeniliğin finansmanı klasik bankacılık kaynaklarına başvurmayı gerektirmektedir. Bu da şu sorunlara yol açmaktadır:

- Konusu öz kaynak temin etmek olmayan kurumlardan öz kaynak olarak finansman sağlama güçlüğü,
- Banka kredilerine bağımlı güçsüz işletmelerin finansal yüklerinin ağırlaşması.

Pek çok yaşlı işletme sahibi ya da yöneticisi sermayesini ve yönetim kurulunu dışarıdan kişilere açmakta psikolojik bir çekingenlik içindedir. Bu tip işletmelerin sermayesine halkın iştirakini sağlamak üzere, borsaların birinci ve ikinci pazarlarının¹⁴ yeterli gelişme düzeyine ulaşmış olmaları da gerekmektedir.

Bu sorunu çözmek için başta İngiltere ve Belçika olmak üzere Avrupa ülkelerinde çeşitli düzenlemeler yapılmıştır:

- Hisse senedine dönüştürülebilir tahviller sektörün gelişimini olumlu yönde etkilemiştir.
- Aynı şekilde tasarrufların hisse senetlerine yatırılması ve işletmeler kurulması, alınan teşvik önlemleriyle birçok ülkede avantajlı hale getirilmiştir..

Yenilikçi işletmelerin öz kaynak ihtiyaçlarının desteklenmesi yönünde çeşitli ülkelerde yapılan çalışmalar şunlardır:

- Bu sektörde vergi teşviklerinin sağlanması,
- Borsanın ve özellikle ikinci pazarın geliştirilmesi,
- Çeşitli ülkelerdeki işletmeler arasında yatırım fırsatları konusunda bilgi akışının hızlandırılması,
- Yenilikçi firmaların uluslar arası düzeyde finanse edilmeleri.¹⁵

Ayrıca başta İngiltere olmak üzere, kamu işletmelerinin çeşitli ekonomik nedenlerle uygulamaya konulan özelleştirme çalışmalarının başarıya ulaşmasında, risk sermayesi finansman modelinin büyük katkısı olmuştur.¹⁶

¹⁴ Birinci El Piyasa: Şirketlerin yeni menkul kıymet satışlarıyla oluşan piyasa.

İkinci El Piyasa: Daha önce ihraç edilmiş menkul kıymetlerin yatırımcılar arasında alınıp satıldığı piyasa.

¹⁵ Robin Miede, 'Financing Information – Technology – Based Business', **Improving Venture Capital Opportunities in Europe**, s.97

¹⁶ Sarıaslan, s.13

1.8. Risk Sermayesinin Başarısı Açısından Gerekli Ortam ve Koşullar

Bir ülkede risk sermayesinin gelişmesi ve uzun dönemde başarılı olması, sosyal ekonomik ve politik koşulların uygunluğuna bağlıdır. Siyasi otoritenin, risk sermayesine uygun bir ortamın yaratılması için gerekli önlemleri alması gerekir. En önemli koşul profesyonel bir alt yapının varlığıdır. RS sürecinde sermayenin temininden çok, bu sermayenin kullanılış şekli, kullanım alanları ve RS ile sağlanan getiri öncelikli sorunlardır. Sermaye temini sorunu, bankaların, sigorta şirketlerinin, sosyal güvenlik fonlarının ellerindeki büyük kaynaklar sayesinde çözümlenecek bir konudur. Bu açıdan bakıldığında en önemli noktaların ‘yöneticilik’ ve ‘girişimcilik’ olduğu görülmektedir. Verimli bir iş ortamının yaratılması bazı altyapı oluşumlarının varlığını ve geliştirilmesini gerekli kılmaktadır. Bunlar:

- Deneyimli profesyonel risk sermayesi yöneticilerinin bulunması ve yetiştirilmesi,
- Verimlilik ve kazanç ilkesinin esas amaç olarak benimsenmesi,
- Toplumun değişimlere ve yenilikçi düşüncelere açık olması,
- Yenilikçi ve yaratıcı girişimcilerin ve yöneticilerin teşvik edilmesi,
- Yenilikçilerin, buluşlarının her türlü fikri hakların korunması, şeklinde sıralanabilir.

Ayrıca, bu politikalar risk sermayesine yönelik vergi ve yatırım teşvikleriyle desteklenmelidir. Risk sermayesi şirketinin başarıya ulaşabilmesi için aşağıdaki koşulları yerine getirmesi gerekir:

- Uzun vadeli yatırım yapmayı düşünen yatırımcıların varlığı,
- Bu yatırımcılardan toplanan paraların, teknolojik yenilik içeren ve riskli yatırımlara yönlendirilmesi,
- Yatırım yapılan şirketlere her anlamda teknik, mali, hukuki destek sağlayabilecek bir kadro yapısına sahip olunması,
- Yaptığı yatırımları süresiz olarak değil, belli bir aşamadan sonra elinden çıkaracak, dolayısıyla holdingleşmesine imkan vermeyecek bir yapıda olmasına imkan tanınması,
- Sermayenin, gerektiği zaman kolayca artırabilmesine olanak verilmesi,
- Ortaklarıyla arasında çıkar çatışmasına yol açmayacak şekilde faaliyet göstermesi ve bilgi akımını sağlıklı ve zamanında yerine getirebilmesi,
- Teknik olarak yetersiz kaldığı konularda dışarıdan hizmet alabilmesi,
- Yatırımların riskli olması nedeniyle, ortaklarının üstlendikleri riskle, elde edecekleri getirileri uyumlu hale getirebilecek vergi kolaylıklarına sahip bir yapıda kurulması.¹⁷

¹⁷ Selim Soydemir, ‘Risk Sermayesi’ **1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasası Seminer Tebliği**, İktisadi Araştırmalar Vakfı Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul, 1993, s.20-21

Risk sermayesi firmalarının başarısında en önemli katkıyı, bu firmayı yönetenlerin yetenekleri, bilgileri ve yatırım politikalarının arasındaki paralellik sağlamaktadır. Risk sermayesi firmasının en önemli fonksiyonu, proje ve firma sahibinin yönetim ekibini değerlendirmesidir. Başarılı risk sermayesi işlemlerinin önemli unsurları:

- Yönetime katılma,
- Yüksek büyüme potansiyeli olan yatırımlar,
- Küçük Boy (Small scale) Yatırım: Yakın gözetim ihtiyacı ve yatırım yapılan firma faaliyetlerine rehberlik konumu, risk sermayesi yöneticilerinin ilgilenebilecekleri proje sayısını sınırlamaktadır.
- Yönetim Başarısı: Firmaların performansı, yöneticilerin becerilerine bağlıdır. Beceri alanları;
 - a. Yeni bir işin büyüme potansiyelini değerlendirme,
 - b. Yeni düşüncüyü başarılı bir uygulamaya dönüştürme.
- Özel Yönetim / Özel Mülkiyet: Hükümetler ve kamu kuruluşları risk sermayesi fonları için uygun bir temel olamamaktadırlar.
- İki Başlı Organizasyon Yapısı: Yatırımcılar sadece finansal kaynakları temin ederler. Ücretli bir yönetim şirketi ise bütün yatırım ve elden çıkarma kararlarını almaktan sorumlu tutulur.
- Yatırım Tekliflerinin Çokluğu: Risk sermayedarına yapılan iş tekliflerinin küçük bir kısmı anlaşma aşamasına ulaşabilmektedir. Risk sermayesi faaliyeti dinamik ve işi destekleyici bir ekonomik ortamı gerekli kılmaktadır.
- Uzun Vadeli Yatırım Ufku: Risk sermayesi firmalarındaki yatırımcılar uzun vadeli çalışma sistemine sahip olmalıdırlar. En az 5 yıl, normal koşullarda 8-10 yıl karlılığa ulaşma açısından gereklidir.
- Elden Çıkarma Mekanizmaları: Yatırımların elden çıkarılmasında menkul kıymet borsaları kullanılmaktadır. Bunun yanında; birleşmeler, tahsisli satışlar, yöneticilerce satın alınma ve en önemlisi şirketi ele geçirmeler oldukça fazla uygulama alanı bulmaktadır.¹⁸

Risk sermayedarı, desteklediği işletmenin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesini istemektedir. Ayrıca yatırım yapmak için elindeki hisse senetlerinin değerini belirleyecek birincil ya da ikincil piyasaların bulunması koşulunu aramaktadır. Politik ve ekonomik istikrar risk sermayedarının aradığı bir diğer ön koşuldur.

¹⁸ Soydemir, s.23

BÖLÜM II

RİSK SERMAYESİ MODELİNİN İŞLEYİŞİ VE TEKNİK YAPISI

Risk sermayesi finansman modeli dört temel unsurun bulunmasını gerektirir:

- 1) Yeni oluşturulan ya da büyüme amacıyla fona ihtiyaç duyan girişim ya da girişimciler
- 2) Yüksek getiri amaçlayan yatırımcılar
- 3) Risk sermayesiyle finanse edilerek belirli bir gelişme düzeyine gelen işletmelerin halka açılması ya da pay senetlerinin pazarlanması ile uğraşan yatırım bankerleri
- 4) Yeni oluşmuş ya da büyüme amacındaki girişim ve girişimcileri yatırımcılarla buluşturan, risk sermayesi sağladığı girişimlerin yönetiminde yer alarak onları geliştirmeye çalışan Risk Sermayesi Ortaklığı (Fonu).

Modelde bu dört unsura ilave edilebilecek bazı yardımcı oyunculardan da bahsedilebilir. Bunların başlıcaları yatırım danışmanları, hukuk danışmanları, mali müşavirler ve profesyonel yöneticiler olarak ifade edilebilir.

Modeldeki unsurların birbirleri ile ilişkilerini Şekil-2 (sayfa 9) yardımıyla daha açık biçimde görebiliriz.

1) Fonların Toplanarak Risk Sermayesi Fonu Oluşturulması:

Modelin işleyişinde ilk aşama, çeşitli yatırımcılardan katılma belgeleri karşılığında uzun vadeli fon temin ederek bir fon havuzu oluşturulmasıdır. Bu fonlar için yatırımcılara faiz veya kar payı biçiminde hiçbir ödeme taahhüdünde bulunulmaz. Risk sermayesi ortaklığı ile yatırımcılar arasında bir sözleşme yapılır. Bu sözleşmede fonun devam süresi, fonun yönetilmesi karşılığında risk sermayesi şirketinin alacağı komisyon ve fonların yatırıldığı girişimlerin veya onların pay senetlerinin satılması sonucunda gelirin nasıl bölüşüleceği belirlenir. Fonların işletilmesi ya da yönetilmesi ile ilgili olarak ortaya çıkabilecek yasalara aykırı durumlarda risk sermayesi ortaklığının kurucu ortakları ve yöneticileri sorumlu olur.¹⁹

¹⁹ Sarıaslan, s.13

2) Yatırım Önerilerinin Toplanması ve Değerlendirilmesi:

Risk sermayesi yatırım ortaklığına başvuran en önemli girişimci grup yenilik getirme iddiasında olanlardır. Bu tür girişim önerileri doğal olarak yüksek kar potansiyeli olan ve yüksek risk taşıyan projeler olacaktır.

Risk sermayesi yatırım ortaklığına başlangıç aşamasında başvurulabildiği gibi, yatırım ve işletme sürecinin daha sonraki aşamalarında da başvurulabilir. Finansal ve yönetsel destek sağlama amacındaki girişimciler başvurularını bir 'iş planı' çerçevesinde yapmalıdır. Bu iş planı, girişimcilerin risk sermayesi yatırım ortaklığından istedikleri desteği sağlamak amacıyla hazırlanır ve özellikle aşağıdaki hususlarda bilgi vermesi beklenir:²⁰

- Girişimcinin geçmişten bugüne gelişiminin tanıtımı,
- Girişimcinin ve yönetim kadrosunun bilgi, deneyim ve becerileri,
- Düşünülen ürünün özellikleri ve avantajları,
- Ürünün sunulacağı piyasanın özellikleri ışığında piyasa payı tahminleri,
- Muhtemel riskler ve sorunlar,
- Yatırımın maliyeti ve finansal kaynak ihtiyacı, konularında detaylı bilgi içermelidir.

Risk sermayedarı girişimcinin hazırladığı iş planını incelerken aşağıdaki soruların cevabını araması gerekir:²¹

- İşletmeyi ya da projeyi özgün kılan ve diğerlerinden ayıran nedir?
- İşletmenin gerçek niyeti nedir? (İşletme geçmişte hangi faaliyet alanlarında çalışmıştır.)
- Pazardaki rekabet düşünüldüğünde işletme karlılığını nasıl sağlayabilir?
- Sermayeden en üst düzeyde nasıl yararlanılabilir?
- İş planını gerçekleştirebilecek yönetim yeteneği mevcut mudur?
- Bu plan gelecekte işletme üzerinde ne gibi bir etki yaratacaktır?
- Yatırımcılar için hali hazırda bir iş stratejisi var mıdır?

Girişimin finansmanı için başvuran işletme yöneticilerinin ve girişimcinin değerlendirilmesi oldukça önemlidir. Girişimci; çalışma enerjisi, kendisine saygı, güven,

²⁰ Ahmet Ceylan, **Finansal Teknikler**, Bursa:1998, s.120-123

²¹ D. Pierce ve M. Goldstein, **A Venture Capitalist and Business Planner Look at Business Plans**, 2000, s.1

cesaret, başarı arzusu ve bunu astlara yansıtabilme becerikliliği gibi kriterlere göre değerlendirilmelidir. Girişim ve girişimci hakkında ulaşılan değerlendirmelerin sonuçları olumlu olduğunda finansman planı ve işletmeye hangi oranda iştirak edileceği belirlenerek değerlendirme tamamlanır.²²

3) Ortaklık Payının Belirlenmesi:

Risk sermayesi yatırım ortaklığı, bir girişimi desteklemeye karar verdikten sonra sıra girişimci ile ortaklık görüşmesi yapmaya gelecektir. Girişime sağlanacak finansal kaynakla bağlantılı olarak, söz konusu girişime ne oranda ortak olunacağı ve dolayısıyla ne kadar pay senedine sahip olunacağı bu aşamada belirlenecektir. Bu hususlar karşılıklı pazarlık sonucu kararlaştırılacaktır. Yatırımın tamamlanmış, ürünün piyasaya sunumu yaklaşmış, hatta belirli bir kar rakamına ulaşmış, belirli bir deneyim sahibi bir girişimci; destek istediği girişimi fikir safhasında bulunan bir girişimciye oranla risk sermayesi yatırım ortaklığı karşısında daha fazla pazarlık gücüne sahip olacaktır.²³ Ancak, yatırım ortaklığı, fikir safhasındaki bir yatırım önerisi ile karşısına gelen bir girişimciye daha az finansal kaynak sağlayarak görece olarak daha fazla ortaklık payı elde edebilecektir.

4) Girişime Yatırılmış Olan Fonların Likidasyonu:

Risk sermayesi yatırım ortaklığının nihai hedefi, girişimin başarılı olması ve bunun sonucunda elindeki pay senetlerini oldukça karlı biçimde satarak hem fonu büyütme, hem de fona kaynak yatıranlara tatmin edici bir kazanç sağlamaktır. Bunun için öncelikle girişimin gelişip büyümesine katkı sağlaması gereklidir. Bu nedenle girişime ortaklığı pasif değil, aktif niteliktedir.

Yatırdığı fonu tatmin edici ölçüde büyütme ve geri alması, girişimin başarılı biçimde büyümesine ve böylece pay senetlerinin yeterli ölçüde artarak bunların borsada satılmasına bağlıdır. Bunun için pay senetlerini satın aldığı girişimin yönetimine aktif olarak katılarak, işletmenin yönetimine teknik ve yönetsel destek sağlamaya çalışacaktır.

²² Commission of the Economic Communities, **Improving Venture Capital Opportunities in Europe**, 1988, s.71

²³ Kürşat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, Ankara:2000, s.29-30

Yatırım ortaklığının ortaklık paylarını yeterli kar edecek biçimde paraya dönüştürmesi genellikle iki biçimde olabilir. Bir yol işletmedeki payı bir bütün olarak (blok) satmaktır. Daha yaygın olarak kullanılan ikinci yol ise eldeki pay senetlerini borsaya kote ettirilerek yatırımcılara satmaktır.

Likiditasyonda kullanılan birinci yöntemde alıcı olarak, esas itibariyle uzun zaman ve yüksek maliyet gerektiren araştırma geliştirme masraflarına katlanmadan yeni ürünlerle gelişme potansiyeli taşıyan küçük bir işletmeye kolay yoldan sahip olmak isteyen, büyük holdingler ya da sermaye grupları hedeflenmektedir.²⁴ Daha yaygın olarak başvurulanan ikinci yöntem ise ülkede oldukça gelişmiş bir menkul kıymetler borsası bulunmasını gerektirir. Ayrıca özellikle küçük işletmelere ait payların satışını kolaylaştırmak bakımından; alım-satım, kotasyon ve halka açılma ile ilgili kuralların daha esnek olduğu ikinci bir piyasanın (over the counter market) bulunması da önemlidir.²⁵ Hangi yöntemle başvurulacak olursa olsun, likiditasyonda başarı için esas olan girişimin belli bir karlılık düzeyine ulaşmış olmasıdır.

Bu 4 aşamanın sonucunda pay senetlerinin satılması ile elde edilecek olan meblağ, risk sermayesi yatırım ortaklığı ve bu ortaklığın oluşturduğu fona yatırım yapanlar arasında paylaşılacaktır. Genellikle meblağın %80'i fon sahiplerine, %20'si ise yatırım ortaklığına kalmaktadır.

2.1. Risk Sermayesinin İşleyişi

2.1.1. Risk Sermayesinin Firma Seçimi

Ülkeden ülkeye bazı farklılıklar olmakla beraber risk sermayesi tarafından finanse edilen firmalar büyük benzerlikler göstermektedir;

Yüksek büyüme potansiyeli gösteren her firmanın risk sermayesi tarafından finanse edilebilme ihtimali olmakla beraber uygulamada bu tip finansman şeklini sağlayan firmaların oranı çok düşüktür. örneğin ABD'de %0.56 gibi çok küçük bir değer teşkil etmektedir. Risk sermayesinden faydalanabilen firmalar genellikle şu özellikleri göstermektedir.²⁶

²⁴ F. Esra İşeri, 'Küçük ve Orta Ölçekli Girişimcilerin Umudu: Risk Sermayesi', Dünya Gazetesi, 28.07.1992

²⁵ Sariaslan, s.14

²⁶ E. David Evansun, **Do You Stand a Chance of Getting Venture Capital**, Entrepreneur, March 1997

1- Bu firmalar ileri teknoloji kullanmaktadır.

2- Risk sermayedarı yatırım yapacağı firmada pazarın lideri olabilme kapasitesini görebilmelidir. Pazarda lider olması beklenmeyen bir firmaya yapılacak yatırımın getirisi çok daha az olacaktır. Bu tip firmalar risk sermayesi tarafından genellikle tercih edilmezler. İleri teknoloji kullanarak lider olmak mümkündür. Bu noktada teknoloji önemli bir kriterdir.

Hizmet sektörü ile düşük teknoloji kullanılan sektörlerde pazarın lideri olmak çok daha zordur. Çünkü bu sektörlerde büyük bir rekabet ve yerleşmiş alışkanlıklar vardır. Pazarda lider olabilmek için öncelikle bu yerleşik alışkanlıkların değiştirilmesi gerekmektedir.

3- Firmanın finansman ihtiyacı reel olarak çok büyük olmamalıdır. Risk sermayedarı yatırımının büyük bir kısmının tek bir firmada toplanmasını istemez. Yatırım bir çok firma arasında dağıtılsa risk sermayesinin üstleneceği risk daha az olacaktır.

4- Dağıtım kanalları açık olmalıdır. Mükemmel bir ürüne karşılık, onu dağıtmak ve satmakta zorluklarla karşılaşılırsa, bu durum firmanın piyasa değerinin azalmasına neden olacaktır. Bazen mevcut bir dağıtım kanalından yararlanmak o dağıtım kanalını baştan kurmaktan çok daha ucuza mal olmaktadır.

5- Proje yüksek karlılık sağlamalıdır. Satışların karlılığı en az %50 düzeyinde olmalıdır.

6- Proje en az yıllık 25 milyon USD’lık satış hacmine ulaşabilecek kapasitede olmalıdır.

2.1.2. Risk Sermayesi Yatırımı İçin Proje Bulunması

Dünya’nın her yerinde girişimciler yeni yatırım fırsatları keşfetmektedirler. Bu yatırım fırsatlarının değerlendirilmesi ancak doğru sermayedarın bulunup, ikna edilmesiyle gerçekleşmektedir. Doğru sermayedarın bulunup uygun koşullarla finansman imkanı sağlanması ancak girişimci ile sermayedarın birbirlerinden tam olarak haberdar olmalarıyla mümkün olabilmektedir.

Tam rekabet piyasasında sermayeye ihtiyaç duyan girişimci ile sermayedar birbirinden haberdardır. Ancak, sermaye piyasaları günümüzde tam rekabet ortamına çok uzaktır.

Girişimciler sadece risk sermayesinden değil, diğer uzun vadeli fon kaynaklarından da tam olarak haberdar değildir. Bu nedenle risk sermayesi ile diğer uzun vadeli kaynakların maliyet açısından kıyaslanarak en avantajlı olanının seçilmesi tam olarak mümkün olamamaktadır.²⁷

Yatırım projelerinin bulunmasında uygun bir strateji belirlenmelidir. Bu stratejinin temeli ise her zaman riski minimize etmek olmalıdır. Stratejide yatırım yapılacak projenin hangi aşamada olduğu, hangi sektöre hitap ettiği ya da ne boyutta büyüme potansiyeli vaat eden projelere yatırım yapılacağı belirlenmelidir.

Yatırım yapılacak projelerin risk sermayedarları tarafından değerlendirilmesinde çeşitli farklılıklar görülmektedir. Genellikle yatırım öncesinde bir proje dört ayrı safhada incelenebilir:

- 1- neri: Risk sermayedarına çok ayrıntılı olmayan bir yazılı öneri sunulur. Bu neri üzerinde daha sonra bir görüşme yapılır.
- 2- Proje: Yazılı olarak gelen bir önerinin gelecek vaat etmesi durumunda daha ayrıntılı bir incelemeye tabi tutulması gereklidir.
- 3- Potansiyel Yatırım: Risk sermayedarı bir finansal öneri yapma hazırlığındadır.
- 4- Yatırım için onaylanmış proje

Risk sermayedarına gelen projelerin sayısının arttırılması için iki yol vardır. Birinci yol, girişimcileri risk sermayesinden haberdar etmektir; Girişimciler risk sermayesinin hangi tür projelere yatırım yaptığını bilirler ise risk sermayedarına ulaşmaları daha kolay olacaktır. İkinci yol, risk sermayedarının yatırım yapabileceği türden projelerin teşvik edilmesidir. Proje bulma aşamasında risk sermayedarının kişisel ilişkileri oldukça önemlidir. Girişimcilerin risk sermayesinden haberdar edilmesi ise risk sermayesinin bir anlamda reklamının yapılmasıdır. Bu amaçla hedef kitle olan girişimcilere bir şekilde ulaşmak gerekmektedir. Bu amaca; konferanslar yoluyla, ilgili girişimcilere hitap eden yayın organlarında çıkacak makaleler ya da doğrudan reklam yoluyla ulaşılabilir. Geleneksel proje kaynakları arasında şunlar vardır:

- 1- Risk sermayesi firmasının ortakları tarafından getirilen projeler. Bunlar arkadaşlık ilişkileri sayesinde haberdar olunan projelerdir.

²⁷ Creative Ways to Raise Capital', **Nation's Business**, Jan 1993, Vol 81, Issue 1, s.43

2- Profesyonel kaynaklar; muhasebe ve danışmanlık firmaları önemli kaynaklardır.

Özellikle danışmanlık firmaları eğer müşterilerine uzun vadeli sermaye desteği arıyorlar ise risk sermayedarına zaten kendileri ulaşmak isteyeceklerdir. Ancak sadece profesyonel kaynaklara ulaşmak yeterli olmayacaktır. Aynı zamanda risk sermayedarının ne tür niteliklere sahip olan projelere yatırım yapacağından haberdar olunmalıdır. Bu durumda profesyonel kaynaklardan gelen projeler risk sermayedarının tercihlerine daha uygun olacak ve kabul edilme ihtimali artacaktır.

Bunların yanında aralarında büyük firmalarında yer aldığı başka proje kaynakları da bulunmaktadır. Büyük firmalar bünyesinde de teknolojik yenilik projeleri yapılmaktadır. Bu tip büyük firmalar içinde çalışanlar yatırım fırsatlarını görerek bunu dışarı taşıyabilirler. Buradaki amaç büyük şirketler içindeki girişimci niteliklere sahip yöneticilerin firmalarından ayrılmasını teşvik değildir. Bu tip girişimci niteliklerin dışarıya taşınması, yeni projelerin hayata geçirilmesini kolaylaştıracaktır. Büyük firmalar yeni projelerin yapılması için küçüklere göre çok daha hantal kalmaktadır.

Bir başka proje kaynağı ise yurtdışından teknoloji transferidir. Tabi ki yatırım aşamasında know-how'²⁸ sahip olan yabancı firma da önemlidir. Bu yabancı firma yerli müşterinin kendi teknolojisine katkıda bulunmasını kabul edebilmelidir. Yerel ihtiyaçlara göre yabancı teknolojinin değişime uğratılması da bir tür teknoloji geliştirmedir.

Risk sermayedarına gelen projelerin büyük bir kısmı reddedilmektedir. Bunun sebepleri arasında projenin risk sermayesine gerçekten ihtiyaç duymaması, yönetim ekibinin yetersiz oluşu ya da yatırımın yeterli kar potansiyeline sahip olmaması gelmemektedir..

2.1.3. Projelerin Ön Elemeden Geçirilmesi

Risk sermayedarına ulaşan projeler ayrıntılı bir incelemeye tabi tutulmadan önce bir ön elemeden geçirilirler. Tüm projelerin ayrıntılı incelemelere tabi tutulmaları mümkün değildir. Bu tip incelemeler hem risk sermayedarının çok zamanını almakta hem de beraberinde bir maliyet getirmektedir. Bu ön eleme aşamasında genellikle risk sermayedarı ile girişimci arasında yüz yüze bir görüşme yapılır. Bu görüşmeden önce proje ile ilgili yazılı özet bilgi

²⁸ Bir üründen ya da yöntemden en kolay ve en verimli şekilde yararlanmayı sağlayan bilgi

girişimci tarafından risk sermayedarına gönderilmiş olmalıdır. Bu  zet bilgi içerisinde firmanın yapısı ve yaptığı işler, girişimci ekibin özgeçmişleri, eğer firma şu an faaliyette ise mali tabloları ve gelecek yıllar için tahminler bulunmalıdır. Bunları kısaca açıklamak gerekirse:²⁹

1- Firma Yapısı:

Firma adı, kuruluş yeri ve tarihi, şu andaki ortakların listesi, sermaye kaynakları, bu sermayenin kimler tarafından sağlandığı ve hangi amaçla getirildiğı.

2- İşletme:

Firma şu an faaliyette ise geçmişteki gelişimi ile ilgili bilgiler, hangi endüstriyel sektörde faaliyet gösterdiği.

a- Mevcut ürünlerle ilgili bilgiler: Satışların analizi, müşteri gruplarının tanımlanması, rekabetçi avantajlar ve dezavantajları, fiyatlama analizi, güçlü ve zayıf yanların analizi, pazarlama ve dağıtım kanallarının incelenmesi, ürün eğer yurtdışında da satılıyorsa veya yurt dışında üretiliyorsa ürünün satıldığı ana pazardaki durumu.

b- Yeni  r n: Yeni üretilecek ürünlerin tanımlanması ve potansiyelleri hakkında bilgi;

- Yeni ürünün geliştirilmesi, üretimi ve pazarlanması ile ilgili ne tür çalışmalar yapıldığı,
- Yeni ürünle ilgili olarak 3-5 yıllık bir ürün ve pazar gelişimi tahmini.

3- Yönetim:

şirket organizasyon yapısını gösterir diyagram, yönetim ekibindeki kilit yöneticilerin öz geçmişleri, referansları, firma hisselerinin ortaklar arasındaki dağılımı ve yöneticilerin sahip oldukları firma hisseleri, yöneticilerin firmadan aldıkları  cretler.

4- Diğerleri:

Tam zamanlı ve part time çalışanların listesi, maaşların satışlar içerisinde tuttuğu oran, firmanın mevcut üretim kapasitesinin tanımlanması, kilit noktada bulunan tedarikçi firmalar ve önemli müşterilerin listesi.

²⁹ Evanson, s.64

5- Finansal Ortam:

Eğer firma faaliyette ise firmanın geçmiş beş yıllık denetimden geçmiş finansal tabloları ve içinde bulunulan yıl için mali durumla ilgili bilgiler ile yıl sonuna kadarki mali tahminler, envanter bilgileri ve maliyet analizlerini içeren dokümanlar

6- İhtiyaç Duyulan Finansman Miktarı ve Uygulanma Şekli:

İhtiyaç duyulan finansmanın boyut ve şekil olarak tarifi, neden diğer finansman şekillerinin firmaya uygun görülmediğinin açıklanması, sağlanacak fonların nasıl kullanılacağı ile ilgili ayrıntılı bir iş planı verilmeli ve bu plan gelecekteki 2-3 yıl için tahminler içermelidir. Ayrıca bu iş planı ayrıntılı bir nakit akış analizi, kar-zarar analizi ve firmanın başarısını etkileyebilecek konularda tahmin yürütmeli ve eğer ek finansman ihtiyacı duyulacaksa nasıl ve nereden sağlanacağı ve ne amaçla kullanılacağı konusunda bilgi vermelidir.

Yukarıdaki konularda hazırlanacak yazılı doküman, risk sermayedarının potansiyel yatırım imkanına değer biçebilmesini sağlayacaktır. Ayrıca rasyonel bir iş planının yönetici ekip tarafından hazırlanıp hazırlanmayacağı konusu da netlik kazanacaktır. Bu inceleme aşamasının ne kadar ayrıntılı olduğuna bağlı olarak inceleme 2 aydan 6 aya kadar bir zaman alır.

2.1.4. Ölçme Değerlendirmede Kilit Faktörler

Bir risk sermayedarının yatırım kararı alırken en çok dikkat ettiği noktalar; yönetimin kalitesi, satışların ve karlılığın büyüme potansiyeli ve yönetimin hedeflerine ulaşmakta ne kadar kararlı olduğudur. Firmada çalışanların teşvik edilmesi için firmaya ortak edilmeleri uygun bir yöntemdir. Yöneticilerin ve çalışanların koydukları sermayeyi kaybetme ihtimali onları motive edecektir.³⁰

Risk sermayedarı projeyi değerlendirirken yönetim ekibinin özelliklerini iyi incelemeli ve zayıf oldukları noktaları ortaya çıkarmalıdır. Çoğu ileri teknoloji firması yönetim ve deneyimi olmayan girişimciler tarafından kurulmakta ve yönetilmektedir. Bazı firmalarda yönetim deneyimi olan kişiler vardır fakat yeni bir firma kurmak ve büyümek çok

³⁰ Evanson, s.62

çeşitli yetenekler gerektirmektedir. Risk sermayedarı işletmeyi değerlendirirken aynı zamanda üretilen ürüne de dikkat etmelidir. Bu ürün piyasada nasıl rekabetçi avantaj sağlayabilecektir? Eğer sektörde önemli ölçüde bir büyüme hızı söz konusu değilse bu firma nasıl olup da hızlı bir büyüme gösterebilecektir? Pazarlama programı mevcut koşullar altında avantaj sağlamaya çalışırken maliyetlerde bir artış söz konusu olacak mı? Üretim programı uygulanabilir ve aynı zamanda kalite kontrol açısından yeterli midir? Yeni ürünlerin AR-GE süreci nakit akışını nasıl etkileyecektir?

Bu soruları cevaplandırmak her risk sermayedarı için mümkün olmayabilir. Risk sermayedarının proje konusunda uzman olması beklenmemelidir. Uzman olmadığı konularda risk sermayedarı firma dışı danışmanlardan yararlanmalıdır. Çünkü risk sermayedarı tek bir sektör içinde yatırımlar yapsa bile sektörün tamamına hitap edebilmek için çok miktarda uzman bulundurmak zorundadır.

Firmanın yönetim kabiliyetini incelerken risk sermayedarı bir dizi görüşme yapmak durumundadır. Firmadan ayrılmış bir yöneticiyle görüşerek yönetimin eksiklikleri hakkında bilgi edinilebilir. Ayrıca, incelenen firmanın iş yaptığı firmaların yöneticileri, firmaya borç veren kuruluşlar, tedarikçi firmalar ve firmanın önemli müşterileri görüşmekte firma hakkında önemli ipuçları sağlayacaktır.

2.1.5. İş Planının Değerlendirilmesi

İş planı en güzel anlamda kurulacak işin nasıl ve neden başarıya ulaşacağını gösteren plandır. İş planında mal yada hizmetin yeterli karı sağlayabilecek şekilde satılabileceği gösterilmeye çalışılır.

Risk sermayedarı yönetim ekibinin yeterli olduğuna ve geliştirilen ürünün de yeterli potansiyele sahip olduğuna ikna olursa bir sonraki aşama iş planının incelenmesi olacaktır. Risk sermayedarı iş planında değişiklikler ya da daha detaylı projeksiyonlar isteyebilir. Bazı projeksiyonları fazlaca iyimser bulabilir. Ancak bu düzeltmeleri çok ileriye götürmek iş planını risk sermayedarının hazırladığı bir iş planı haline dönüştürebilir. Bu iş planına uymak ise girişimci firma için oldukça zor olacaktır. Genellikle projelerin 1/3'ü bu inceleme aşamasını geçebilmektedir.

Yeni bir işin kuruluş aşamasında çok miktarda belirsizlik vardır. Firmanın geleceği ile ilgili kararlar verebilmek için bu belirsiz konularla ilgili tahminlerde bulunurken en çok ağırlık verilmesi gereken nokta ise girişimin başarısında kilit rol oynayacak konular ve girişimcilerin bu konularda sahip oldukları yeteneklerin tespiti. Girişimcilerin iş üzerinde kuracakları hakimiyet onların başarılarını etkileyecektir. Bir başka önemli nokta ise mevcut pazarın içinde bulunduğu durumdur. Ne boyutta bir satış hacmine ulaşılacağı ve buna bağlı olarak pozitif nakit akışına ne zaman geçileceği tahmin edilmelidir. İyi bir iş planı en az dört ana başlığa yer vermelidir.³¹

1- Personel:

Risk sermayesi talep eden girişimcinin yatırımcıları ikna edebilmesi için girişime onların gözüyle bakabilmesi gereklidir. Girişimcinin yatırım fırsatlarına doğrudan etki edebilecek özelliklere sahip personeli olmalıdır.

Sahip olunan fikir birinci sınıf olabilir fakat birinci sınıf personel yoksa başarı ihtimali çok azalacaktır. İş planı personeli tanımlarken her personelin üretecek mamulle ilgili bilgisini, pazar koşullarını, müşterileri ve rakipleri hakkında neler bildiğini tanımlar. Personelin bu konulardaki bilgisi ne kadar çok olursa işin riski azalır başarı ihtimali artacaktır. Bu noktada personelin daha önce birlikte çalışıp çalışmadıkları oldukça önemlidir. Projede çalışacak personel arasında iyi iletişim kurabilmelidir. Projede çalışan herkesin işin tamamı ile ilgili bilgi sahibi olması beklenemez. Personel birbirlerinin eksik yönlerini tamamlamak amacıyla iletişim kurabilmelidir. Yatırımcılar için de genellikle en önemli bölüm personelin tanıtıldığı bölümdür. Çünkü risk sermayesi yatırımı, personelin nitelikleri üzerine yapılan yatırımdır.

Ortalama düzeyde bir risk sermayesi firması yılda ortalama 2000 iş planı inceler. Bu planlar kurulacak işle ilgili çok miktarda tahmin içerirler. Bunlar satış hacmi, karlılık ve büyüme gibi konulardaki tahminlerdir. Fakat yeni kurulan bir firma ve yeni ürün için bu tip tahminlerin pek isabetli olması beklenemez. Buna karşın personelle ilgili anlatımlar çok daha gerçekçidir. Personelin nitelikleri ve geçmişte başardıkları işler tahmin değil somut gerçekliklerdir. Tahminlere ve fikirlere yatırım yapmaktansa başarılı insanlar üzerine yatırım

³¹ A. William Sahlman, 'How to Write a Great Business Plan', **Harvard Business Review**, (July-August 1997), s.98-107

yaparak, yatırımın riskini azaltacaktır. Başarılı bir iş planı personelin kişisel özelliklerden şunları ortaya çıkarmalıdır:³²

- Personelin eğitim durumu,
- Daha önce nerede ve kimin için çalıştıkları,
- Profesyonel anlamda başarıları,
- İş dünyasındaki itibarları,
- Yatırım fırsatını değerlendirebilecek deneyimlerinin olup olmadığı,
- Sahip oldukları teknik bilgi ve yetenekler,
- Yatırımın başarısı konusunda ne kadar gerçekçi oldukları,
- Girişimin başarılı olması için başka kimlerin ekibe alınması gerektiği,
- Personelin bu girişimde ne kadar kararlı olduğu,
- Girişimciyi teşvik eden faktörler.

2- Fırsat:

Bir yatırım fırsatının var olabilmesi için en azından iki koşulun sağlanması gereklidir. Birincisi, üretilecek ürün için pazar yeterince büyük ve hızlı büyümekte midir? İkincisi ise yatırımın karlılık durumu yeterli midir? Hem girişimciler hem de yatırımcılar açısından büyük ve büyümekte olan pazarlara yönelik yatırımlar yapmak daha avantajlıdır. Çünkü yerleşmiş bir pazarda büyük bir rekabet vardır ve bu rekabet ortamında pazarın bir kısmını ele geçirmek oldukça zordur. Fakat rekabetin zayıf olduğu bir alanda firmanın büyümesi çok daha kolay olacaktır. Risk sermayedarları bir yatırım fırsatının değerlendirilmesinde genellikle aşağıdaki kriterleri kullanırlar:³³

- Yeni girişimin müşterisi kimdir?
- Müşteri satın alma kararına nasıl varmaktadır?
- Mamul nasıl fiyatlandırmaktadır?
- Tüm pazar segmentlerine nasıl ulaşılacaktır?
- Yeni bir müşteri edinmek nelere mal olacaktır?
- Mamulün üretim maliyeti ne olacaktır?

³² Sahlman, s.109

³³ Sahlman, s.112

Piyasaya yeni çıkacak bir ürüne pazarın nasıl tepki vereceğini kestirmek oldukça güçtür. Müşteri ürünün o fiyatı hak ettiğine gerçekten inanmalıdır. Aksi takdirde pazarda tutunmak mümkün olmayacaktır. Aslında bir yatırım fırsatını analiz ederken en çok o fırsatın nakit akışı ile ilgili etkilerine bakmak gereklidir. Nakit akışı durumu bir firmanın sağlığı hakkında bilgi verebilecek en önemli göstergedir. Nakit akışı durumu değerlendirilirken:

- Üretim için gerekli hammadde ve iş gücü nereden bulunacaktır?
- İşletme bu kaynaklar için ne zaman ödeme yapmaya başlayacaktır?
- Bir müşteri edinmek ne kadar zaman alacaktır?
- Müşteriden ilk tahsilat ne zaman yapılacaktır? gibi konular analiz edilmelidir.

Çoğunlukla iş planları işin büyüme ve genişleme potansiyeli üzerinde dururlar. Çünkü iş planı risk sermayedarını ikna etme amacı gütmektedir. Risk sermayedarı ise büyüme potansiyeli yüksek girişimler ile ilgilenmektedir. Büyüme ve genişleme potansiyeli incelenirken en çok dikkat edilmesi gereken etken ise rekabet konusudur. Rekabet konusunda aşağıdaki sorular cevaplandırılmalıdır:

- Mevcut rakipler kimlerdir?
- Hangi kaynakları kontrol etmektedirler?
- Bu rakipler yeni bir firmanın piyasaya girişine nasıl tepki vereceklerdir?
- Firma piyasaya girdiğinde mevcut rakiplerin tepkisine nasıl karşı koyacaktır?
- Firmadan başka kimler bu yeni yatırım fırsatını keşfetmiş olabilir?
- Potansiyel rakiplerle işbirliği yapmak mümkün müdür?

İyi bir iş planı, gelecekteki riskleri ortaya çıkarmalı ve alınabilecek önlemler için ortam hazırlamalıdır.

3- Piyasa Şartları:

Bir yatırım fırsatını genel ekonomik durum büyük ölçüde etkiler. Hatta bazı yatırım fırsatları doğrudan ekonomik şartlar tarafından oluşturulmaktadır. Bunlar arasında makroekonomik ortam, enflasyon oranı, döviz kurları, faiz oranları gibi etkenler vardır. Ayrıca yasal ortam fırsat oluşumunu etkiler. Örneğin vergi kanunu önemli ölçüde etkilidir. Ülkemizde sermaye sağlamanın zorluğu ve sermaye maliyetlerinin yüksekliği

fırsatların yatırıma dönüşmesini güçleştirmektedir. Bunun yanında ekonomik şartlarındaki değişim bazen çekici olmayan bir yatırımı çekici hale dönüştürebilmektedir. Örneğin perakendeci işletmelere yazarkasa kullanma zorunluluğu getirilmesi yazarkasalar için ar-ge çalışması ve yatırım yapılmasını mümkün hale getirmiştir.³⁴

İş planında genel ekonomik durum ve bunun yatırım açısından etkileri analiz edilmelidir. Ekonomik durum beklenmedik bir biçimde değişebilir. Bu değişim karşısında firma yöneticilerinin ne gibi önlemler alabileceği iş planında gösterilmelidir. Bu da şirketin geleceği ile ilgili belirsizliği azaltır ve firmanın gelişimi için daha uygun koşullar oluşturur.

4- Firma Riski:

Riskli bir firma için gelecekle ilgili tahminler yapmak oldukça zordur. Yeni kurulan bir firma için iş planı hazırlanmasındaki amaç yatırım fırsatının risklerini ve muhtemel getirilerini görebilmektir. Risk kaçınılabilir olgu değildir. Yeni kurulan bir firmanın karşılaşılabileceği riskler ise şunlardır:³⁵

- Lider girişimcilerden birinin veya birkaçının projeden çekilmesi,
- Kaynaklar üzerindeki kontrolü kaybetmeleri,
- Rakip firmaların piyasaya girmekte daha çabuk davranmaları,
- Ekonomik ortamdaki değişiklikler.

İş planı ayrıca yatırımdan çıkış olanaklarını da içermelidir. Risk sermayesi karlarının realize edilmesi, belirli bir süre sonra yatırımdan çıkışla gerçekleşir. Yatırımdan çıkışı kolay olan projeler yatırımcı açısından daha caziptir.

Yatırım yapıldıktan sonra bazı olumsuz olaylar olabilir. Bu olumsuzluklar karşısında risk sermayedarı girişimciye destek vermeye devam etmelidir. Risk sermayedarının zor durumda olan şirketler hakkında deneyimleri vardır ve bu bilgi ve deneyimden yararlanarak şirketin sorunlarını çözmesine yardımcı olmalıdır. Risk sermayedarının yatırımdan kazançlı

³⁴ Vojislav Maksimović Kunt, 'Law, Finance and Firm Growth', **The Journal of Finance**, Vol LIII, No:6 December 1998, s.21

³⁵ Kunt, s.23

ıkabilmesi için firmanın sağlıklı bir yapıda olması gereklidir. Risk sermayedarının çıkarları ile firmanın çıkarları ortaktır. Bu nedenle sorunların çözümüne yardımcı olmalıdır.

2.1.6. Yatırım Süreci

2.1.6.1. Risk Parametrelerinin Belirlenmesi

Firmanın faaliyeti süresince kötü gidecek şeyler olabilecektir. Firmanın karşılaşılabileceği zorlukların daha önceden tahmin edilmesi gereklidir. Böylece yatırımın riski azalacaktır. İş planı tüm riskleri analiz edeceğinden girişimciyi risklere karşı hazırlamakta ve risklerden kaçınılmasını sağlamaktadır.

Yatırımı yapılandırmanın başlangıcında risk sermayedarının ilk olarak yapması gereken yeni iş planının hazırlanmasıdır. Firma yöneticileri tarafından hazırlanan iş planı, firmanın güçlü ve zayıf yönlerini göstermekte yetersiz kalmış olabilir yada satış hacmi ve karla ilgili tahminleri fazlaca iyimser olabilir. Yeni iş planı ise yatırım projesini risk sermayedarının gözüyle görmeyi sağlayacaktır. Bu nedenle yatırım projesinin riskleri ve getirileri daha gerçekçi değerlendirilebilecektir.

Bu yeni iş planı kullanılarak risk sermayedarı firmanın finansal ihtiyaçlarını ve gelecekte firma hisselerinin ulaşabileceği değeri tahmin edebilecektir.

Ancak her zaman, yatırım yapıldıktan sonra bile riskler vardır. Örneğin o an için piyasada bir rakip bulunmayabilir fakat firma ürünü piyasaya sürmeden önce rakipler ortaya çıkıp pazarı ele geçirebilir. Bu tip riskler yatırımdan çıkışla ilgili tahminler yapmayı güçleştirmektedir. Böylesine riskli bir ortamda yatırımdan çıkış zamanlaması ve yatırımdan çıkış anındaki hisse fiyatını kestirmek oldukça güçtür.

Risk sermayedarları, getirdikleri sermaye karşılığında yıllık faiz oranlarının birkaç katı düzeyinde kazanç hedeflerler. Ancak yapılan yatırımların tümü yüksek karlılık sağlamaz, yatırılan paranın tamamının kaybedilmesi de mümkündür. Karlılık açısından yatırımlar beş grupta toplanabilir.³⁶

³⁶ R. Admati Anat ve Paul Pfleiderer, 'Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists', **The Journal of Finance**, Vol XLIX, No:2 June 1994, s.371

- 1- Çok Başarılı: Ek finansman ihtiyacı yok. İş planına uygun olarak yatırımdan çıkış imkanı sağlar.
- 2- Potansiyel Başarılı: Daha fazla finansman ihtiyacı var. Yatırımdan çıkış sorunlu.
- 3- Marjinal: Satışlar ve karlılık beklenen düzeyde değil, fakat yatırım yapılan firma faaliyetini sürdürüp uzun vadeli borçlarını ödeyebilir.
- 4- Kısmen Başarısız: Bağımsız olarak faaliyetini sürdürebilecek durumda değil, daha büyük bir firma tarafından devralınmalı.
- 5- Tamamen Başarısız.

Risk sermayedarı projenin çok başarılı olacağını tahmin ediyorsa başlangıçta daha fazla hisseye sahip olmak isteyecektir, potansiyel olarak başarılı olacağı tahmin edilen projelerin ileride ihtiyaç duyacakları ek finansman doğal karşılanacaktır.

2.1.6.2. Gelirin Hesaplanması

Risk sermayedarının performansı incelenirken sadece yatırım yaptığı firmaların karlılığına bakılmamalıdır. Aynı zamanda bu yatırımlardan çıkış süreci de yatırımın karlılığı kadar önemlidir. Yatırımdan çıkışın zor olduğu bir yatırımın getirisi daha az olacaktır.

Risk sermayedarları her zaman firmaları hisse senedi olarak finanse etmezler, aynı zamanda borç da verirler. Yatırımdan sağlanacak getirinin hesaplanmasında nakit akışlarının net bugünkü değeri yönteminin kullanılması riskin de hesaba katılması açısından uygun olur. Bunun yanında risk sermayedarının karlılığı hesaplanırken sermaye maliyetinin bilinmesi de gereklidir. Eğer risk sermayedarı risk sermayesi yatırımında kullandığı fonları borçlanarak finanse etmişse onun sermaye maliyetini hesaplamak kolaydır.

Bir yatırımdan beklenecek getirinin hesaplanmasında ona yatırılan sermaye ve riskin yanı sıra o yatırımı izlemek için yapılan harcamalarda göz önünde bulundurulmalıdır. Risk sermayedarı yatırımdan çıkış zamanlaması yapmak için firmayı sürekli izlemek zorundadır. Risk sermayedarının giderleri bir şekilde yatırımlar arasında dağıtılmalıdır. Bu izleme harcamaları risk sermayedarı personelinin o yatırım için harcadığı süreye doğrudan bağlıdır.

2.1.6.3. Yapılandırma Sürecinin Sonuçlandırılması

Yapılandırma süreci sonunda risk sermayedarı yatırım yapılan firmanın yeterli süre sonunda halka açılabilmesine (ki bu yatırımdan çıkış için gereklidir) ikna olmalıdır. Eğer yatırımdan çıkış olanakları yeterli değilse firmanın sağlayacağı nakit akışı risk sermayedarı için yeterli olacak mıdır?

Eğer yatırım yapılmasına karar verildiyse bundan sonra firma yöneticilerine bu bildirilir. Bu yazılı bildirim iki bölümden oluşur. İlk bölümde risk sermayedarının finansal desteği nasıl sağlayacağı ve bunun ne gibi bir maliyeti olacağı açıklanır. Risk sermayedarı firmanın gelecekteki piyasa değerini tahmin edecek ve yatırdığı miktara karşılık firmanın hisselerinin bir kısmını isteyecektir.³⁷

İkinci bölümde ise firmayla yapılacak anlaşmanın koşulları açıklanacaktır. Birinci koşul firmanın performansını ölçmeyle ilgili koşullardır. İkincisi firmanın yetersiz olabileceğinin tahmin edildiği konularda personel istihdamı yada ek raporlama konusundadır. Son olarak da risk sermayedarının yatırımının korunmasıyla ilgilidir. Örnek olarak girişimcinin bazı kararları alması risk sermayedarının onayına bırakılabilir. Ayrıca girişimci risk sermayedarı ile işbirliğini ileriki aşamalarda reddedebilir. Buna karşı da gerekli önlemler zamanında alınmalıdır.³⁸

Ücretler: Bir risk sermayedarı, başvurusunu değerlendirmeye aldığı bir firmadan bu faaliyeti için bir ücret talep edebilir. Bu değerlendirme maliyetlerinin yatırımın büyüklüğü ile orantılı olması gereklidir. Aksi takdirde proje risk sermayesi için çekici olmaktan çıkacaktır.³⁹

Zamanlama: Risk sermayesi yatırımları diğer tipteki yatırımlara göre çok risklidir. Bu nedenle risk sermayesi yatırımları bir anda yapıp bitirilmez. Riski azaltmak, yatırımı zamana yaymakla mümkündür. Yatırımı 6-9 ay civarında bir süreye yaymak riski azaltmayı sağlayacaktır. Bu süre zarfında proje derin bir değerlendirmeye tabi tutulur. Aynı zamanda firma yöneticilerinin işbirliği yapma eğilimi de gözlenir. Böylece yatırımın kalan kısmının yapılmasının doğru olup olmayacağına karar verilir.

³⁷ Kunt, s.374

³⁸ Marco J. Frank, 'Legal Document Should Help, Not Hinder Venture Deals', **Venture Capital Journal**, March 1960, s.6-7

³⁹ Martin R. Binks, 'Smaller Businesses and Realitionship Banking', **Entrepreneurship: Theory and Practice**, Summer 1997, Vol:21, Issue 4, s.83

2.1.7. Yatırım Sonrası İzleme

Yatırım sonrasında istenen karlılığın sağlanabilmesi ve yatırımdan çıkış zamanının belirlenmesi için yapılan yatırım izlenmelidir. İzleme yöntemi çok pahalıya mal olmamalı ancak kazançları çoğaltmak, kayıpları da azaltmayı hedeflemelidir. Yatırım yapılan firmada bir yönetici görevlendirilmeli ve düzenli olarak finansal ve diğer raporların gelmesi sağlanmalıdır. İzleme süreci iki şekilde olabilir:

1- Pasif Yaklaşım: Pasif yaklaşımda işletmeye yönetici gönderilmez, girişimciden alınan yazılı raporlarla yetinilir. Risk sermayedarı zaman zaman firmayı ziyaret ederek bilgi alır. Bu tip izleme yaklaşımı genelde risk sermayedarının yönetici atamasına değmeyecek ölçüde küçük yatırımlar için kullanılır.

2- Aktif Yaklaşım: Risk sermayedarı üstlendiği riski azaltmak için firmadan detaylı rapor almak ister. Aktif yaklaşımda firmaya bir yönetici atanır. Bu yöneticinin görevi endüstriyel ve ticari deneyimlerini kullanarak hızla büyümekte olan firmaya danışmanlık yapmaktır. Bu yönetici, firma yöneticileriyle sıkı ilişkiler içerisinde olmalıdır. Bu yöneticiler risk sermayedarı firmaya göstermek üzere düzenli aralıklarla rapor hazırlarlar. Raporlar sayesinde risk sermayedarının şirketin finansal tablolarında görünmeyen önemli gelişmelerden haberdar olması sağlanmış olur. Ayrıca risk sermayedarı firmanın uzmanlık alanlarıyla ilgili önerilerde bulunabilir. Risk sermayedarı da bu raporlardaki gelecekle ilgili tahminlerin isabetliliğine bakarak kendi atadığı yöneticiyi kontrol etme ve değerlendirme olanağı bulur.

2.7.1.1. Yatırım Yapılacak Firmaya Atanacak Yöneticinin Seçimi

Firmaya gelişmelerden haberdar olmak için yönetici gönderileceği gibi firmaya destek olmak için danışmanda gönderilebilir.⁴⁰

Yöneticiler:

Atanacak yönetici belirlenmeden önce aşağıdaki üç noktada risk sermayedarının politikası belirgin hale gelmiş olmalıdır.

- Atanacak yönetici daha önce firmanın yatırım öncesi incelenmesi sürecinde görev almış olmalı mıdır? Görev almışsa projeyi tarafsız bir şekilde değerlendirmesi mümkün olabilecek

⁴⁰ Binks, s.85

midir? Bunun yanında değerlendirmede görev almış olması belki de yaklaşımını daha fazla sorumluluk taşıyıcı biçime çevirecektir.

- Atanacak yönetici firma yöneticileri ile çok iyi ilişkiler geliştirmek zorunda mıdır?
- Yönetici firmanın kararlarına müdahale etmeli midir? Sonuçta bu müdahaleler firmanın günlük kararlarına bile karışılmasını getirebilecektir.

Danışmanlar:

Bazen zel deneyimleri olan danışmanlar proje yöneticisi olarak çok başarılı olabilmektedir. Zaten risk sermayedarının paradan sonra verdiği en büyük destek danışmanlık desteğidir. Bu danışmanlar firmanın günlük işlerine karışmamakta fakat daha büyük kararlarda görüş bildirmektedirler. Yani bu tip danışmanlar yönetimin yüz yüze kalabileceği sorunlar karşısında çözüm geliştirmesine yardımcı olurlar.

2.1.7.2. Yatırım Yapılacak Firmaya Atanacak Yöneticilerin

Görev ve Sorumlulukları

Firmaya atanacak yöneticiler gelişmeleri sadece izlemekle yetinmemeli aynı zamanda muhtemel gelişmeleri önceden sezmeli ve bu gelişmelere göre firmayı yönlendirebilmelidir. Bunu yaparken firmanın günlük işlerine fazlaca karışmamaya dikkat etmelidir.

Bu görev esnasında yatırım yapılan firma ile yatırımcı durumunda olan risk sermayedarı arasında bilgi akışı sağlamalıdır. Yani risk sermayedarı firmanın işleri hakkında yeterli bilgiye sahip olmalıdır.

Firmaya atanacak yöneticinin ana görevlerinden biri de yatırımın dahil olduğu sektördeki gelişmeleri takip etmesidir. Bu sayede yapılan yatırım daha gerçekçi değerlendirmeye tabi tutulabildiği gibi aynı zamanda stratejik kararların daha etkin bir biçimde verilebilmesi de sağlanır.

Endüstrinin durumu hakkında yeterli bilgiye sahip olunmaması yatırımın incelenmesi aşamasında yeni ürünün pazardaki durumu hakkında karar verilmesini zorlaştırır. Örneğin sektördeki tedarikçi firmaların azlığı ya da tek tedarikçinin varlığı gibi durumlar firmayı zor durumda bırakabilir. Böyle bir durum firmanın nakit akışını etkileyebilir. Bunun yanında firmada yeterli özelliklere sahip teknik personelin görevlendirilmesi gereklidir. Bunun

yetersizliği ürün kalitesinin düşmesine ve satış sonrası bakım giderlerinin artmasına neden olabilir. Ayrıca böyle bir durumdan firmanın piyasadaki itibarı da etkilenecektir.

Çoğu küçük firmaların özellikle de hızla büyümekte olan küçük firmaların raporlama sistemleri yetersizdir. Firmaya atanacak yönetici iyi bir raporlama sistemi kurulmasını sağlamalıdır.

Proje yöneticisi için firmanın nakit akışının incelenmesi oldukça kritiktir. Nakit akışı incelenerek beklenmedik nakit çıkışlarının yeterli bir süre önceden tahmin edilmesi gereklidir. Çünkü yatırımın finansman planı firmanın nakit akışına göre hazırlanmaktadır.

Proje yöneticisi firmayı değerlendirirken aşağıdaki konulara da dikkat etmelidir:⁴¹

- Firma içi personel ilişkilerinin değerlendirilmesi yapılmalıdır. Personelle ilgili sorunlar olabilir ve bu firmanın başarısını önemli ölçüde etkileyecektir.
- Müşteri ilişkileri önemlidir. Firmanın ürünleri, sağladığı hizmet kalitesi ve piyasadaki imajı hakkında bilgi edinmek için müşteri kitlesi önemli bir bilgi kaynağıdır. Ayrıca müşteri memnuniyetinin sağlanması firmanın geleceğinin parlak olacağına dair önemli bir kanıttır.
- Tedarikçi firmalarla iyi ilişkiler geliştirilmesi firmanın nakit akışında rahatlamasını sağlamaktadır. Bu konuda incelenmesi gereken firmanın borçlarını zamanında ödeyebilme kabiliyetinin olup olmadığıdır. Tedarikçi firmalarla ödeme sorunu yaşanmamalıdır.
- Proje yöneticisi tarafından envanter bilgileri sık sık denetlenmelidir. Bazen envanterde bulunan mamullerin satış kabiliyetini kaybetmiş olması gibi durumlara rastlanabilir.
- Proje yöneticisinin yatırımı incelemesi sırasında ortaya çıkan problemlerin çözümü; proje yöneticisi bir problem tespit ettiğinde girişimciyle çözüm yöntemleri üzerinde tartışır. Eğer çözüm ek finansman sağlanmasıysa, gerekli sermaye miktarı, mevcut riskler ve eklenecek sermayenin getirisi gibi konular açıklığa kavuşturulmalıdır.

Bunun yanında ek sermaye desteğinin gerekmediği durumlar da olabilir. Bu durumda proje yöneticisi tarafından bazen çözüm önerisi getirilmesi gerekmez. Bunun sebepleri:

1- Risk sermayesi yatırımı yapılırken zaten yönetim ekibinin kabiliyetine çok güvenilmiştir. Bu güven ise risk sermayedarını yatırımın yönetiminden uzaklaştırmıştır.

⁴¹ Binks, s.89

2- Risk sermayedarı sorun karşısında üretilecek çözümde büyük bir rol oynarsa girişimcinin gözünde bu çözüm risk sermayedarının çözümü olacaktır.

3- Girişimcinin çözümü fazlaca iyimser olabilir. Bu fazla iyimserlikten kurtulabilmek ise risk sermayedarının görevlendireceği proje yöneticisinin gözüyle soruna bakmaktır. Ancak girişimcinin önerdiği çözüm yetersiz olabilir. Girişimci çözüm üretirken risk sermayedarının üstleneceği riski azaltmayı hedeflemelidir.

2.2. Yatırımcı Girişimci İlişkisi

Girişimci de sağlayacağı kaynağı seçerken yatırımcının gösterdiği titizliği göstermelidir. Çünkü risk sermayesi sağlayan yatırımcı genellikle şirketin bir ortağı gibi hareket eder ve yatırımın süresi, yatırımcı girişimci ilişkisinin etkin ve olumlu koşullarda sürdürülebilmesine bağlıdır. Birçok ortaklıkta ortaklar payları oranında ve belirli kurallar dahilinde belirli sorumluluk ve yükümlülükleri üstlenirken, bir risk sermayesi oluşumunda risk sermayedarı aynı oranda pay sahibi olmasına rağmen, şirketin yönetiminde genel olarak bir ortaklık olduğundan çok daha fazla kontrol sahibi olmak isteyecektir. Risk sermayedarının ortaklık ilişkisinde oynayacağı rol aşağıdaki rollerden birine uygun olacaktır.⁴²

- Aktif rol oynayan ve girişimin faaliyetleriyle açıkça meşgul olan genel ortak,
- Şirketin yönetimindeki etkinliği ihmal edilebilir düzeyde olan kamuca girişim ortaklığı bilinen sessiz ortak,
- Şirketin faaliyetlerinde ve yönetiminde aktif rol oynayan ancak girişime ortaklığı kamuca bilinmeyen gizli ortak,
- Girişimin başlangıcında finansman sağlayan ancak girişimin faaliyetlerinde aktif rol oynamayan ve kamuca girişime ortaklığı bilinmeyen ortak,
- Ne şirketin finansmanında nede yönetim ve faaliyetlerinde rol alan ancak kamuoyu tarafından, girişimin bir ortağı olarak bilinen ortak. Bu tür ortaklar kardan da pay alamayabilirler.

2.3. Risk Sermayesi Yatırımlarının Karakteristikleri

Risk sermayedarları bir işletmenin dört aşamadan oluşan bir yaşam devri olduğu inancındadırlar. Bunlar:⁴³

⁴² Binks, s.92

⁴³ Frank, s.10

- 1- Düşünce aşamasındaki ürünün teknik özelliklerinin geliştirilmesi, ihtiyaç duyulan başlangıç finansmanının sağlanması ve potansiyel pazar araştırılması,
- 2- Firmanın ürününü üretmeye başladığı başlangıç dönemi,
- 3- Satış ve karda başarı sağlanması ve genişleme için gerekli olan sermayenin elde edilmesi aşaması,
- 4- Hisse senedi çıkarımı ile halka açılması.

Risk sermayedarları genellikle firmanın performansını değerlendirebilecekleri üçüncü aşamada yatırım yapmayı tercih ederler, yeni bir işletmeye yatırım yapmanın getirdiği belirsizlik ve eklediği risk yüzünden başlangıç aşamasında yatırım yapmaktan kaçınırlar. Genel olarak risk sermayesi kuruluşları, şirketi kontrol altına almak amacıyla yatırım yapmazlar, hatta bazıları kontrolün yaratıcı yönetimi olumsuz etkilediğine inanırlar. Öte yandan kendilerine öz sermayenin %10'undan az pay veren yatırımlara girmemeye özen gösterirler. Azınlık pozisyonunun ne yönetimde etkinlik sağlayacağına ne de beklenen getirilerin elde edilmesine olanak tanıyacağına inanırlar. Birçok risk sermayedarı için kabul edilebilir minimum öz sermaye payı % 20'dir.

2.4. Girişimcinin Karşılaştığı Sorunlar

Girişimci için karlılık her zaman ön planda gelmemekle beraber yine de belli bir yıllık getiri sağlama zorunluluğu vardır. Bu getiride bazı sorunlar varsa bunlar genelde aşağıdaki sebeplerden kaynaklanmaktadır:

- Yeterli beceriye ve yeteneğe sahip insanların bulunmayışı,
- Çelişkilerden kaynaklanan sorunlar,
- Hukuksal sorunlar
- Yetersiz zaman periyodundan kaynaklanan sorunlar.

RS aktivitesi, kayıplarını ve sorunlarını erkenden başarısını ise en sonunda göstermektedir. Bu açıdan yatırım süresi de buna göre (7-10 yıl arası) belirlenmelidir. Sorunlardan kaçmak ve uzun süreli ilişkide başarılı olmak için risk sermayedarı seçiminde aşağıdaki faktörlerin göz önüne alınması gereklidir:

- 1) Amaçlara uygunluk (compatibility of goals)
- 2) Uzun ömürlülük (longevity)
- 3) Tecrübeli risk sermayedarı (experienced people)

- 4) Planlarda esnek davranabilme (flexibility)
- 5) Yatırıma uygun politika ve ilişki kurma (interference)
- 6) Zaman uyumu (time horizon)
- 7) Uyumlu ilişki ve yaklaşım (style)

Seçilen risk sermayedarı beraberinde bazı avantajları da getirebilecektir. Bunlardan bazıları aşağıda belirtilmektedir⁴⁴

- 1) Yardımcı teknolojik bilgiler, hukuksal düzenlemelerde yardımlaşma, finansal sistemlerin kurulması gibi şirketin karşılaşılabileceği sorunlarda yardım sağlanabilir.
- 2) Diğer risk sermayedarları ve bankalar gözünde teknik ve mali kredibilite artışı sağlanabilir.
- 3) Eğer istenirse ürünün pazarlanması ya da lisanslaması üstlenilebilir.
- 4) ARGE ve danışmanlık için başlangıç finansmanı sağlanabilir.
- 5) Ek finansman sağlanabilir. (follow on investment)
- 6) Daha esnek ve düşük maliyetle finansman paketi sağlanabilir.

⁴⁴ Jane Koloski Morris ve Susan İsenstein, **Pratts Guide To Venture Capital Sources**, 13 Edition, USA, s.113-116

BÖLÜM III

RİSK SERMAYESİ MODELİNİN YATIRIM AŞAMALARI

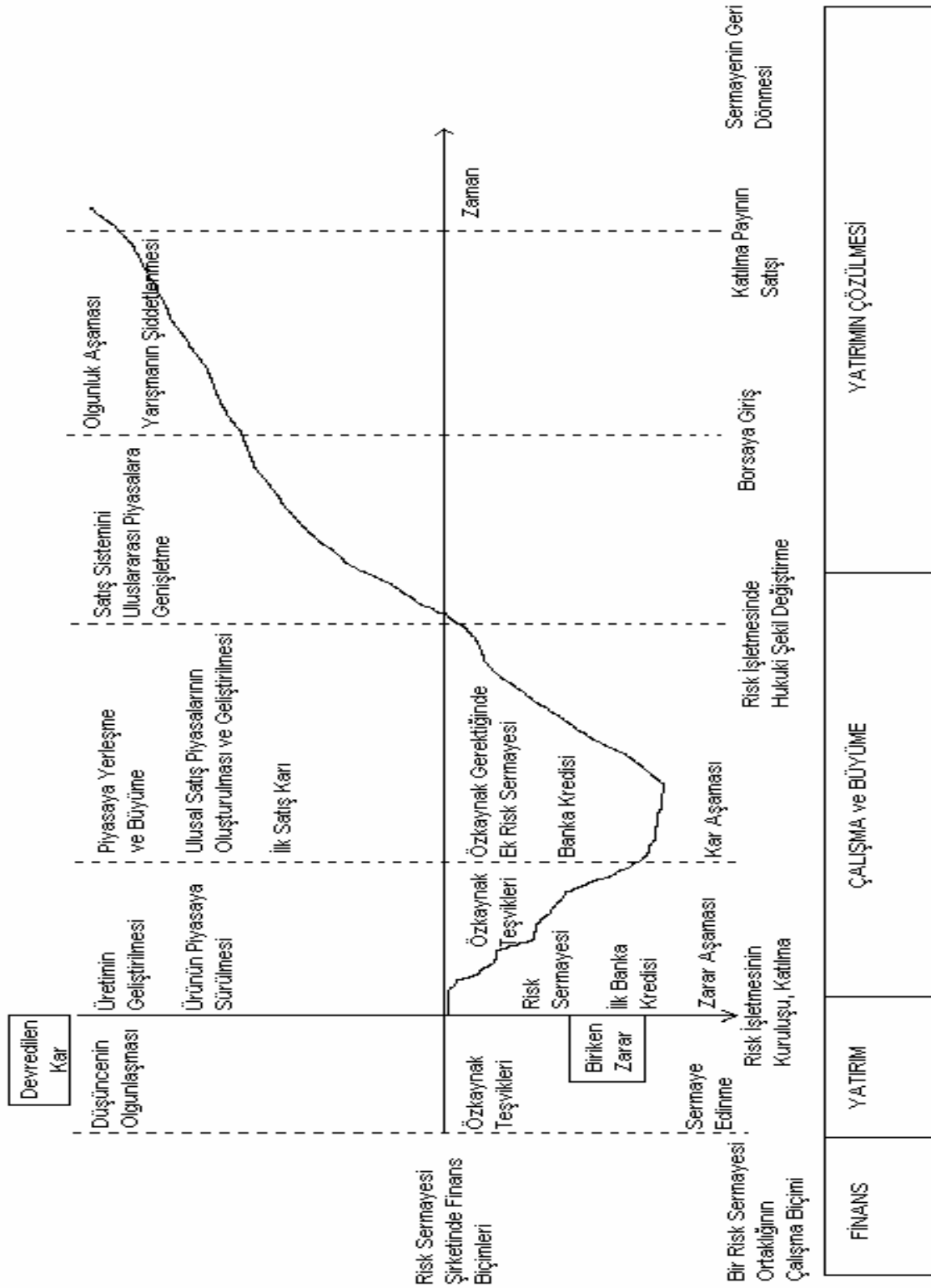
Risk sermayesi finansmanının yatırım aşamaları yeni bir ürün düşüncesinin olgunlaşmasından piyasaya sürülmesine ya da var olan genç bir işletmenin, kaynak gereksiniminin bir risk sermayesi kurumunun verdiği öz sermaye ile karşılanmasını içermektedir.⁴⁵ Yatırım aşamaları:

- 1.Çekirdek sermayesi ya da AR-GE finansmanı (Seed Capital)
- 2.Başlangıç sermayesi (Start-up Capital)
- 3.Erken aşama finansmanı (Early Stage Finance)
- 4.Geçit finansmanı (Gate Finance)
- 5.Gelişme-Büyüme sermayesi (Expansion/Development Capital)
- 6.Köprü finansmanı ve ara finansman (Bridge Finance and Mezanine Finance)
- 7.Diğer geç aşama yatırımları
 - 7.1. Yerine koyma sermayesi (Replacement Capital)
 - 7.2. Şirket kurtarma finansmanı (Recovery Finance, Turnaround Financing)
 - 7.3. Şirket paylarının, varlıklarının satın alınması LBO, MBO, MBI (Management Buy in) BIMBO (Buy in Management Buy out) ESOP (Employee Stock Ownership Plan)
- 8.Çıkış

3.1. Çekirdek Sermayesi veya AR-GE Projesi Finansmanı

Bu yatırım aşamasında finanse edilen işletme değil, düşünce aşamasında olan yeni bir teknoloji ya da yeni bir pazar yaklaşımına sahip olan girişimcidir. Bu yatırım aşamasında, piyasaya sunulmaya hazır ürün ve tam bir yönetim ekibi henüz yoktur. Hala AR-GE aşamasında bir ürün mevcuttur. Bu yatırımın çok riskli olması nedeniyle risk sermayedarları bu aşamayı finanse etmekten kaçınmaktadırlar Küçük işletmeler için başlangıç finansmanı araştırma süresince belirleyici bir husustur. Genellikle girişimcinin kendi kaynakları (tasarruf,ipotek,borçlanma) bu aşamayı finanse etmeye yetişmemektedir. Bu aşamada anahtar risk pazarlama riskidir. RS yatırımı için teknoloji S eğrisi sayfa 40'ta ki şekil-5'te verilmiştir.

⁴⁵ Abdurrahman Fettahoğlu, 'Riziko Sermayesi Finansı, Koşullar ve İşleyişi' , **Kosem**, Trabzon 1992, s.23



Şekil-3: Yatırım Aşamaları ile Ürün Hayat Eğrisi Arasındaki İlişki

Kaynak: Abdurrahman Fettahoğlu, Riziko Sermayesi Finansı, Koşulları ve İşleyişi, Kosem, Trabzon 1992, s.25

Risk sermayesi yatırım aşamalarını şematik olarak aşağıdaki şekilde gösterebiliriz:

**FİNANSMAN
KAYNAKLARI**

- * Şirketler
- * Müteşebbisler
- * Risk Sermayedarları



- * Müteşebbisler
- * Risk Sermayedarı



- * Risk Sermayedarı
- * Müteşebbisler
- * İpotekli Borç Verebilecekler



- * Risk Sermayedarı
- * Kiraya Verenler
- * Faktör Firmalar
- * Ticari bankaların teminat ve garanti karşılığı verdiği borçlar



- * Risk Sermayedarı
- * Kiraya Verenler
- * Faktör Firmalar
- * Ticari Bankalar
- * Bağlı Borç Verenler



- * Özel Yatırımcılar
- * Ticari Bankalar
- * Bağlı Borç Verenler
- * Borsada Satış

**Araştırma ve Geliştirme
Ortaklıkları**



Teşebbüsle İlgili
Tasarıların Gelişimi için
Çekirdek Sermayesi



Teşebbüsü Faaliyete
Başlatmak İçin Gerekli
Sermaye



Büyüme Sermayesi
Örneğin; İşletme Sermayesi
kiralama, yeni teçhizat,
alacakların finansmanı



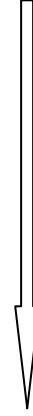
Gelişme Sermayesi



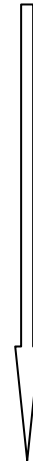
Gelişmiş Şirketin Yeniden
Finansmanı
(Risk sermayedarı kısmen veya
tamamen kazancını alarak ayrılabilir)

**FİNANSMAN
AŞAMALARI**

Erken Aşama



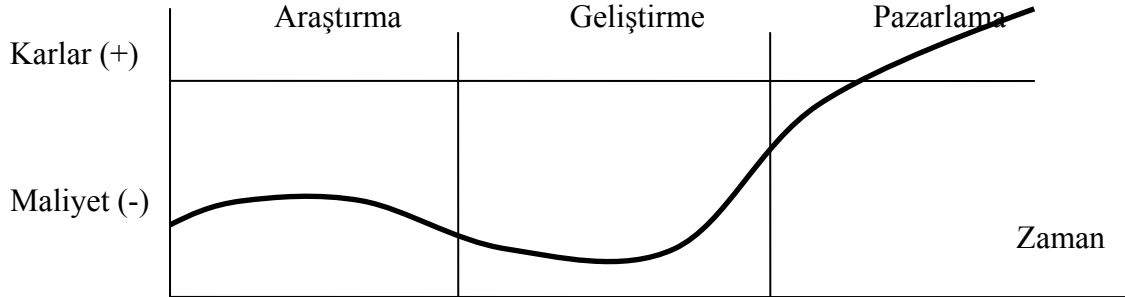
Orta Aşama



Geç Aşama

Şekil-4: Risk Sermayesi Yatırım Aşamaları

Kaynak: Corporate Finance Series, Final Workbook, s.5



Şekil-5: Risk Sermayesi Yatırımı İçin Teknolojinin S Eğrisi

Çekirdek sermayesi temininde iki türlü seçenek söz konusudur. Birincisi; girişimcinin şirketteki hisse oranının bozulmadan büyük bir çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketi (banka kredisi, gayrimenkul satışı) kullanmak, ikincisi ise; başlangıçtaki borçlanma oranını minimumda tutup dışarıdan ortak kabul etmektir.⁴⁶ Girişimci ve risk sermayedarı için çekirdek sermayesi aşamasında aşağıdaki tuzaklar mevcuttur;

1. Modern teknolojilerin ürün hayat sürecine olan baskısı,
2. Uluslar arası rekabetten haberdar olmama,
3. Yeterli patent koruma imkanı bulunmaması, rekabete hazır bir ürün oluşturulamaması,
4. Piyasaya erken girilmesi, tüketicilerin o ürüne henüz hazır olmaması,
5. Girişimcinin mükemmellik sendromu, sürekli olarak ürünün geliştirilmeye çalışılması,
6. Girişimcinin söz verme sendromu, girişimcinin başarısızlığa uğradığını kabul etmeyerek boş yere çabalaması,
7. Girişimcinin takımını motive etmekte yetersiz kalmakta,
8. Yeterli finansal kontrolün sağlanamaması.

3.2. Başlangıç Sermayesi

Başlangıç sermayesi yatırımlarında yatırılan tutar çekirdek sermayesine oranla genellikle daha fazladır. RS yatırımlarının en heyecanlı bölümü olup çok kez RS kavramı ile birbirlerinin yerine de kullanılmaktadır. Bu tip yatırımı ürün geliştirme ya da firmanın pazara girişte kullanması amacıyla risk sermayedarı tarafından finanse edilmesi olarak tanımlayabiliriz. Öz sermaye en yüksek maliyetli finansman şekli olduğundan başlangıç

⁴⁶ Tony Lorenz, 'Venture Capital Today', **Woodhead-Faulkner**, 2nd. Ed., London, (1989), s.9

sermayesinin, öz sermaye yerine borç şeklinde sağlanması tercih edilmektedir. Bu yatırımın vadesi genellikle 6-8 yıldır. Bu tür yatırım risk sermayedarlarının en büyük rüyasıdır ancak yüksek risklidir ve risk sermayedarının maharetine ve sürekli yönetsel eforuna ihtiyaç duyar.

Kuracağı yeni teşebbüsü kontrol altında tutmak isteyen, ancak kendi kaynaklarını tüketmiş bulunan girişimci açısından, başlangıç aşaması zorlu bir pazarlık süreci sonunda oluşturulabilir. Diğer yandan, gerekli finansmanın %90 veya daha fazlasını sağlaması istenen risk sermayedarı bununla orantılı bir hisseye sahip olmayı talep eder, bu hisse onun sonuçta elde edeceği ödülün dayanağıdır. Bu ödül yani sermaye kazancı; sermaye piyasası şartlarına göre, borsa fiyatına göre veya ticari değere göre gerçekleşir.⁴⁷

Günümüzde borç finansmanı son derece avantajlı şartlarla sağlanabilmektedir (kişisel garanti, rehin şartları aramadan) ve devletin sağladığı borç garanti sistemiyle getirilen kolay finansman imkanı borçlanmayı tercih edilir duruma getirmiştir. Başlangıç aşamasının finansmanında, risk sermayedarının tercih ettiği borç/öz kaynak yapısıyla ilgili önemli sorunların yanı sıra, bunlarla uzlaştırılması zor başka bir sorun olarak, bazı girişimcilerin daha başlangıçta gelir elde etme arzuları ortaya çıkmaktadır.

Başlangıç aşaması yatırımları, şüphesiz, bütün risk sermayedarlarının hayal ettiği kazançların en zengin kaynağıdır. Aynı zamanda, başarısız kalmış projelerin de mezarlığıdır. Çekirdek sermayesi projelerine nazaran, başlangıç aşamasındaki riskler daha büyüktür; çünkü yatırım miktarı çok yüksek olmaktadır. Başlangıç aşamaları, risk sermayedarının yakından ilgi ve çabasını zorunlu kılar. Elverişli şartlar sonucunda, başlangıç aşamaları tamamlanıncaya kadar, bu işe para yatıranlar, ilk taahhütlerinin birkaç katı büyüklüğünde ek finansman sağlamak zorunda kalabilirler.

Başlangıç aşamalarında çok rastlanan bir özellik olarak, risk sermayedarı, teşebbüs tamamlanıp faaliyete geçtiğinde, yöneticilerde eksiklik ortaya çıkabileceği düşüncesi ile yatırımı sırasında, ikinci bir yönetim kadrosu oluşturma gereksinimini hissedebilir. Girişimcinin yönetim kadrosu bazı yeteneklere yeteri kadar sahip olmayabilir. Teşebbüs ve yatırımın başarısı için, bu tür yetersizliklerin tespitinde, bunların nasıl halledileceği ve bu işe kimin tayin edileceği konularında, girişimci ile risk sermayedarı aynı fikirde olmalıdır.

⁴⁷ Lorenz, s.11

3.3. Erken Aşama Finansmanı

Birinci aşama finansmanı da denen bu aşama ürün geliştirme aşamasını bitirmiş, ticari amaçlı üretim ve satış için fon gereksinimi olan firmaların finansmanı olarak tanımlanabilir. Genellikle 4-6 yıl arası bir süre alan bu aşamada çok değişken bir risk yapısı söz konusudur.

Bu yatırım aşamasında çok düşük ya da sıfır satış hasılatı ve negatif net nakit girişi olmaktadır. Bu aşamada risk sermayedarının beklentisi, öz sermaye-borç bileşimi, risk sermayedarının üstlendiği risk derecesi konularında yoğun tartışmalar olabilmektedir. Öz sermaye finansmanında kaçınılmaz olarak 2., 3. ve hatta 4. kez fonlamaya ihtiyaç duyulabilmektedir. Bu tür bir fonlama kurtarma amaçlı olarak da yapılabilir. Bir anlamda yatırımcı buna mecbur kalmaktadır. Çünkü iyi bir kar düzeyine erişmeden yeni yatırımcı cezp edilememekte ve işin batması tehlikesi oluşmaktadır.⁴⁸ Diğer bir nedenle, risk sermayedarı, başlangıç sonrası açık bir büyüme ve potansiyel sergilemekle beraber karı düşük kalan şirkete erken aşama finansı sağlamaktadır. Aşağıdaki durumlarda ise yeni risk sermayedarlarının bulunması gerekli olmaktadır;

1. Yatırımın finansman ihtiyacı, mevcut yatırımcıların limitlerini aşmışsa,
2. Mevcut risk sermayedarı işin büyük bir sermaye payına sahipse ve bu payı artırmak istemiyorsa
3. Girişimci mevcut risk sermayedarına güvenini kaybetmişse,
4. Borsaya kotasyon amacıyla risk sermayedarı tabanı geniş tutulmak isteniyorsa,
5. İş belli yeni risk sermayedarlarının teknik bilgi ve piyasa bağlantılarına ihtiyaç duyan bir konuma gelmişse,
6. İlk risk sermayedarı iflas etmişse ya da daha fazla devam etmek istemiyorsa,

Erken aşama finansmanı başlangıç aşaması ile aynı finansal enstrümanlar ile gerçekleştirilebilir. Buna rağmen işin gelecekteki ihtiyaçları göz önüne alınarak risk sermayedarı için gelir sağlayacak şekilde de oluşturulabilir.⁴⁹

⁴⁸ Aydın, s. 3-6

⁴⁹ Lorenz, s.56-58

3.4. Geçit Finansmanı

İkinci aşama finansmanı da denilen geçit finansmanı, daha önce tedarik ettiği erken aşama sermayesini artan gereksinim nedeniyle tüketmiş, tam kapasiteyle üretim ve satış yapabilmek için ek sermayeye ihtiyaç duyan girişimcinin finansmanıdır. Bu aşama erken aşama devresinden sonra gelen ve kısa ömre sahip olan bir aşamadır. Ek sermaye tedarikinde geçit finansmanı bağlamında ikinci aşama yeterli olmayıp belki bir üçüncü hatta dördüncü aşama söz konusu olabilmektedir.

3.5. Gelişme – Büyüme Sermayesi

Büyüme sermayesi başa baş noktasında veya karlı çalışan bir işletmenin büyümesi için sağlanan fonlardır. Bu fonlar firmanın artan üretim kapasitesini, pazar payının arttırılmasını, ürün geliştirmesini ya da ek çalışma sermayesinin finansmanı için kullanılmaktadır. Büyüme sermayesi iç veya dış büyümenin finansmanı için kullanılmaktadır. Bu aşamada yönetime katılmak istenmemektedir (hands off) ancak günlük işlemlere katılınmasa da yönetim kurulu üyeliği talep edebilir. Bu aşamada %40 civarında getiri beklenmekte olup, önceki aşamalara göre yatırılan para daha büyük miktarlarda olmasına rağmen getiri ve risk daha düşük olmaktadır. Kurulu bir işletmenin genişleme aşamasında iki ana yol olabilir;

1. Organik büyüme

2. Ele geçirme yolu ile büyüme

Organik büyüme; yeni ürün, genişleyen pazar, daha geniş depo ve fabrikalar anlamına gelir, ele geçirme ise aynı işi yapan mevcut bir işletmenin, basit olarak aktiflerinin satın alınmasıdır. Her iki durumda da iyi bir iş planına ihtiyaç vardır. Büyüme sermayesi aşamasında işletme ürününü yeni pazarlara satmaya başlamış olmaktadır. Hisse senetlerinin fiyatları yükselmeye başlamıştır.⁵⁰

3.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman

Köprü finansmanı, bir şirketin daha fazla risk sermayesi sağlayana ya da borsada satışa çıkıncaya kadar finanse edilmesine yardım eder. Genellikle warrantlı⁵¹ tahviller aracılığı ile sağlanan bu sermayeden çoğunlukla daha önceden bazı risk sermayedarlarının yatırım yaptığı firmalar faydalanmaktadır.

⁵⁰ Özdemir Akmut, 'Risk Sermayesi', SBF İşletme Ekonomisi Araştırma ve Uygulama Merkezi, (1990), s.9

⁵¹ Bir şirketten, belirli bir tarihten önce, sabit bir fiyatla hisse senedi satın alma hakkı.

Ara finansman ise, aslında bir köprü finansmanı biçimi olup, iki yıldan az bir vade yapısına sahip olması beklenir. Bu finansman, getiri açısından öz sermaye ve borç arasında bir yerde olup, özel şirkete devir, satış ya da halka arza dek sağlanan son finansmandır. Genellikle yüksek faizli tahviller ya da ayrıcalıklı pay senetleri aracılığı ile yapılan bu finansman biçimi, şirketin yöneticilerince satın alınması (MBO) işlemi içinde kullanılabilir.⁵²

3.7. Diğer Geç Aşama Yatırımları

3.7.1. Yerine Koyma Sermayesi

Mevcut öz sermayedarların birinin payının tümünü ya da bir kısmını satmak istemesi halinde buna olanak sağlamak için temin edilen fonlardır. Genellikle kote edilmemiş hatta kot dışı pazarda dahi yer almamış şirketlerin acil nakit gereksinimleri için ya da kurucular arasındaki anlaşmazlık nedeniyle bir kısım pay senetlerinin satılması şeklindeki bu sözleşmelere para çıkışı sözleşmeleri denir. Bu finansman türünü oldukça sınırlı sayıda risk sermayesi şirketi uygular.⁵³

3.7.2. Şirket Kurtarma Finansmanı

Karsız çalışan bir firmanın, iç yönetiminin, pazarlamasının ve diğer durumlarının değiştirilerek karlı hale getirilmesi olarak tanımlanabilir. Çok sınırlı sayıda risk sermayesi şirketi bu aşama ile ilgilenmekte ve bu amaçla tasfiye uzmanları çalıştırmaktadırlar. Bu yatırım tipinde risk sermayedarı oldukça büyük bir tutarı yatırmak durumunda kalırken, elini de taşın altına koymak zorunda kalmaktadır. Yatırım aşaması 6 ay ile birkaç yıl arasında sürebilmektedir. Şirket kurtarma finansmanını; kote olmamış şirketlerin, gelişmenin erken aşamasında kullanmaları söz konusudur. Genellikle destekçi orijinal yatırımcı olmaktadır. Kurtarma finansmanında, erken aşamalar gibi büyük kazanıcılar olmaz, firma geleneksel alanlarda yer alır genellikle, modern teknolojiye yönelik bir firma ise, teknolojik liderliğini kaybedebilir, büyüme beklentilerini yitirebilir. Şirket kurtarma finansmanının realizasyonu genelde aynı endüstride yer alan daha büyük bir şirkete satış ile olur.

⁵² Aydın, s.6

⁵³ Lorenz, s.61-63

Şirket kurtarma finansmanı önemli bir çabayı gerektirmektedir. Öncelikle bankalarla yapılan anlaşmaların yenilenerek kredi alma olanakları araştırılmalıdır. Her şeyden önce yönetim ekibinin değişmesi istenmektedir. Şirket kurtarma operasyonlarının çoğunda, risk sermayedarı tarafından sağlanacak olan fon tutarının büyük olması gerekmektedir, bu husus da risk sermayedarının şirket kontrolünde çoğunluğu elinde tutması anlamına gelir.⁵⁴ Risk sermayedarı tek başına veya dışarıdan atanacak olan bir yönetim kurulu başkanı ile günlük alınacak kararlarda, kriz dönemi boyunca aktif rol almalıdır. Kriz dönemi 6 ay sürebileceği gibi yıllarca da sürebilmektedir. Risk sermayedarının vereceği en önemli karar, firmanın eski haline dönmesi ile birlikte karlılığının artıp artmayacağıdır.

3.7.3. Tüm Hisseleri Satın Alma

Mevcut ya da yeni bir yönetici ekibin şirketin aktiflerinin tümünü satın alması olan bu işlem genelde ‘buy-out’ olarak da bilinmektedir. Çoğu halde bu yeni yatırımcılar demektir ancak bu durum yöneticilerin kendi kaynaklarıyla ya da banka borçlanması yolu ile de finanse edilebilmektedir. Buy-out’ların önde gelen sorunu yüksek kaldıraçtır. Bu sebeple öz sermaye bazlı sendikasyonlar başlangıç borçlanmasını düşürerek şirkete biraz nefes alma hakkı tanımaktadır. Risk sermayesinin MBO’lar için önemi de zaten buradan kaynaklanmaktadır. Kullanılan fonlar büyüdükçe yönetici takımının hisse payı azınlık konumuna düşmektedir. Yüksek tutarlı buy-out’larda izlenen bir olayda; borç/köprü finansmanı uzmanlarının, büyük öz sermaye fonları ile rekabete girerek fonlamayı sağlamalarıdır. Bu durumda %5 ile 0 arasında değişen öz sermaye opsiyonu istenmekte ve kontrol yönetime bırakılmaktadır. İşletme kar ederek faizleri kapattığı sürece sorun yoktur ancak ekonomik baskı rekapitalizasyona yol açar ve yönetimin sermaye payı birden keskin düşüşlere uğrar. Yine de MBO’ların risk sermayesi piyasasında önemli bir yer kaplıyor olmalarının nedenleri,⁵⁵

- 1.Daha küçük ölçekli girişimlerin yaratılması,
- 2.Son 30 yıldır oluşan endüstriyel eğilimin döndürülmüş olması,
- 3.Sahiplik ve yöneticilik vasıflarının tekrar birleştirilmesi, (yöneticilerin birçok durumda sahipler haline gelmesi)
- 4.Risk sermayedarları ve bankaların yaygın ilgisi,
- 5.Yeni girişimcilerin gelişimi,
- 6.Erken aşama yatırımlarına kıyasla daha düşük riskin olması bu nedenlerden bazılarıdır.

⁵⁴ Lorenz, s.64

⁵⁵ Lorenz, s.66

MBO kavramı aşağıdaki terimleri kapsar şekilde kullanılmaktadır:

3.7.3.1. Kaldıraçlı Satın Alma (Leveraged Buy-Outs)

Yöneticilerin öz varlıkları, yardımsız olarak hisse senetlerini satın almaya yetmediğinde kaldıraç kullanılmaktadır. Kaldıraç tipik olarak borçlanma ile sağlanır. Genellikle ele geçirmenin tamamlanması için bir şirket kurulur. Fon kaynakları ise bireysel, kurumsal yatırımcılar, ticari bankalar olabilir. Birçok buy-out, şirket daha alt bölümlere ya da alt kuruluşlara ayrılmak istendiğinde ortaya çıkar. Bu alt bölümler istikrarlı kar rakamlarına ve yeterli nakit akımlarına sahip olduğu halde tüm şirketin yönetim stratejisine uymadığı için ayrılabilir LBO'lar çokça sahiplerinin hisselerinin bir kısmını satarak likidite sağlama isteği ile ortaya çıkar. Yöneticinin almak istediği hallerde koyduğu sermaye genellikle %10'u pek aşmamaktadır. Kalanı borçlanılmaktadır. LBO'da ana faktör satılmak istenen bir iş olmasıdır, ancak LBO olanağı şirket hisselerinin piyasa değerinin düşük kalmasından da doğabilir. Bu durum oluştuğunda LBO bir alternatif olabilir. Aynı nedenle düşük hisse fiyatları rakip, dost olmayan bir şirketin ele geçirme hamlesine yol açabilir.⁵⁶ Asıl olarak başarılı bir LBO'da yönetim önem taşır. İkinci önemli bir husus, düzenli bir satış büyümesinin olmasıdır. LBO'lar çok parlak olarak değerlendirilmese de, daha muhafazakar ve güvenlidirler. LBO'ların bir büyük avantajı da şirketi özelleştirerek, hisse senetlerini organize borsanın dışına almaktır. Bu sayede halka açık şirketlerin birçok yükümlülüğü bertaraf edilmiş olabilir.

3.7.3.2. Kaldıraçlı Satın Almadan Çıkış Yolları

Risk sermayesi yatırımlarından çıkış gibi LBO yatırımcısı; yatırımını, satış, özel ya da halka açık bir başka şirketle birleştirme, tekrar halka açma yollarından biri ile likidite eder. Bazen LBO yatırımcısı almış olduğu yatırımı belli bir süre sonra ilk sahibine geri satacağı yolunda anlaşmalar da yapmaktadır. Bu durumda ilk sahibi şirketi belli bir zaman sonra belli bir fiyattan geri alma opsiyonuna sahip olmaktadır. Son bir seçenek ise LBO yatırımcısının daha yüksek bir fiyattan yeni yatırımcılara hisselerini satmasıdır ki bu kaldıraç faktörü ile beraber LBO yatırımcısı için yüksek karlar sağlayabilir. LBO finansmanında köprü finans kaynaklık edebilir. Ancak köprü finansı sağlayan risk sermayedarı bir miktar öz sermaye ortaklığını da talep edebilir. Söz konusu operasyon warrant alınarak gerçekleştirilmektedir.⁵⁷

⁵⁶ Donald Fischer ve Ronald Jordan, Security Analysis and Portfolio Management, **Prentice Hall Pub**, USA (1991), s.564

⁵⁷ Fisher, s.576-577

İster şirketin bölünmesi ister aile üyelerinden satın alınması olsun ya da isterse nakit ihtiyacından kaynaklanan satışlardan olsun LBO’larda bazı temel kurallar vardır:

1. Envy rasyosu (yönetimin finansal katkısının yatırımcının finansal katkısına oranının, yönetimin sermaye payının yatırımcının sermaye payına oranına bölümü) Yatırımın riskini düşüren yatırımcının payının artmasıdır.
2. Erken borç ödemeleri ve hizmet maliyetleri minimize edilmelidir. Kaldıraç düşürülmelidir.
3. Ana şirketin sendikasının LBO’ya direnmesi engellenmelidir. Bu gibi ana hususlara dikkat edilmemesi, yönetimin yetersizliği, yatırım öncesi yetersiz ürün/piyasa değerlendirmesi, aşırı başlangıç kaldırıcı kullanılması, nakit akımı yetersizliği, taraflar arası çatışmalar vb. nedenler ise LBO’nun başarısızlıkla sonuçlanmasına yol açar.

3.7.3.3. Çalışanların Ele Geçirme İşlemi (Employee Buy-Outs)

Bir MBO varyasyonu olarak sahipliğin firmanın çalışanlarına yaygınlaştırılmasıdır. Ülkemizdeki Karabük Demir Çelik Fabrikaları örneğinde olduğu gibi.

3.7.3.4. İşletme Dışındaki Yöneticilerin MBO Hareketi (Management Buy-Ins)

Firma dışı yöneticilerin hem yönetim hem sahiplik fonksiyonunu kazanmak için hedef şirkete girdikleri MBO varyasyonudur. Ancak risk sermayesinden daha çok şirket ele geçirme yolu olarak değerlendirilmektedir.

3.7.3.5. Sponsored Spin-Offs

Mevcut yönetimin, bir bölüm veya bir projeyi kendi kontrollerinde ama şirketten ayrı olarak oluşturmaktır. Böylece; yöneticiler kar potansiyeli olan bir işi ele almış, ana firma küçük bir payla gelişme potansiyelinden vazgeçmemiş olur ve küçük işletme de bağımsız hareket edebilme serbestisine kavuşmuş olur. Bu tür bir bölünme vergisel açıdan da etkinlik sağlamaktadır. Bu yöntem aşağıdaki koşulların oluşması halinde uygulamaya geçilir

1. Şirketin bir kısmının veya özel ellerdeki bir şirketin kar edemediği durumlarda, kurtarma finansmanı sağlanarak,
2. Daha önce başarısızlığa uğramış ve kapatılmış bir işin tekrar başlatılması için,
3. Ürün hayat riski olan, ömrünün sonuna gelmiş ürünleri üreten şirketlerde yeniden yapılanma için,
4. Şirketin elden çıkarılması durumunda,
5. Aile işlerinin bölünmesinde.

Görüldüğü gibi şirket yöneticileri bir banka, sigorta şirketi veya bir emekli sandığı ile anlaşarak buy-out işlemini gerçekleştirmektedirler. Sonuçta imtiyazlı hisse senetleri yönetici ve yatırımcı grupça birlikte satın alınmakta, yatırımcı kuruluş yönetime aktif olmayan üye olarak katılmakta, yıl sonu karı önceden yapılan anlaşma çerçevesinde paylaşılmaktadır. Bankalar –adviser- rolü üstlenirken yönetimde aktif olan yönetici grubudur. Yöneticiler bu yolla hem patron hem çalışan olmaktadır.

3.7.3.6. Hukuki Mevzuat

Buy-out işleminin tamamlanması için yasa gereği, yeni hissedarları ve hisselerin dağılmasını gösteren yeni bir şirket kurma zorunluluğu vardır. Yeni şirket oluştuktan sonra şirket aktifi teminat gösterilerek bankalardan kredi alınabilir. Aracı kuruluşlar genellikle LBO ile iştirak gibi kredi ilişkisine de girmektedirler. Zaten LBO kavramı da borç işleminin tutar olarak hisse senedi işleminden fazla olduğunu anlatmaktadır.⁵⁸

3.8. Çıkış

Risk sermayedarının yatırımdan çıkışı 6 şekilde olmaktadır.⁵⁹

- Şirketin halka açılması,
- Başka bir şirkete satılması,
- Payların şirketin kendisi tarafından geri alınması,
- Şirketin başka bir yatırımcıya satılması,
- Şirketin yeniden organize edilmesi,
- Şirketin tasfiye edilmesi.

⁵⁸ Ayhan Şenyuva, ‘Cesaret Sermayesi’, **T.İş Bankası Kültür Yayınları**, Ankara (1990), s.20-21

⁵⁹ B. Barry Christopher ve Diğerleri, ‘The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies’, **Journal of Financial Economics**, 27 (1990), s.450

BÖLÜM IV

RİSK SERMAYESİ YATIRIMINDAN ÇIKIŞ YOLLARI

Risk Sermayesinde; yatırımın nakde dönüşümüne, likidite edilmesine çıkış adı verilir. Likiditasyon yolları ise çıkış yolları olarak anılır. Pratikte, çıkış yollarında atılacak adımlar sermaye yapısına bağlıdır. Temel çıkış yolları; halka açılma, kendi hisselerini şirketin alması ya da başka bir şirket tarafından satın alınmasıdır. Likiditasyon öncesinde, yatırımın çeşitli aşamalarında görüşmelerde belirlenen, adi hisse senedi dışındaki enstrümanlara ilişkin şartların oluşması gerekir. Bilindiği üzere imtiyazlı hisseler, çevrilebilir borçlar vb. araçlara ilişkin dönüşüm oranı gibi hususlar önceden belirlenmektedir. Benzer olarak risk sermayedarına veto hakkı tanınmış ise çıkış yolunda bu gibi onaylarında alınması gerekir.⁶⁰

Yatırımcının performansını şartlar ve fiyatlar belirler. Bu aşamada etkenler içsel ve dışsal olarak ayrılabilir; içsel faktörler yönetim ve yatırım yapılan firmanın performansı, dışsal faktörler ise genel makroekonomik duruma bağlıdır. Risk sermayedarlarınca en çok kullanılan yöntem halka açılmadır. Ancak küçük firmalar için halka açılma zor kotasyon koşulları sebebiyle her zaman mümkün olamamaktadır.

4.1. Halka Açılma Yöntemi

İşletme ister başlangıçta isterse daha sonra sermaye ihtiyacından olsun, etkin bir risk sermayesi finansman modelinin işlerliği bu yönteme uygun bir sermaye piyasasının oluşumu ile mümkündür. Sermaye piyasasında işlem görme, diğer bir ifade ile halka açılma olasılığı bulunmayan yada çok düşük olan projeler risk sermayesi finansman modelinde cazip olmayabilir. İşletme halka açılmakla gereksinim duyulan finansman sorununa bir çözüm getirir. Aynı zamanda bu durum risk sermayesi finansman modelinin gelişimi ve tamamlanması için gereklidir. Genel olarak bir firma aşağıdaki şekillerde halka açılabilir:

- Kesin Taahhüt Aracılığı: Aracı kuruluş tüm hisselerin satışını taahhüt eder ve tüm riski üstlenir.
- En İyi Gayret Aracılığı: Aracı kuruluş satılamayan hisselerin riskini üstlenmez, taahhüt vermez.
- Doğrudan Halka Arz: Bir izahname yolu ile hisseler doğrudan halka arz edilir. Aracı kuruluş kullanılmaz.

⁶⁰ Janette Rutterford ve R. Roderick Montgomerie, **Hondbook of UK Corporate Finance**, Butterworths Pub. London, UK (1992), s.68

- En İyi Fiyat Teklifi: Hisselerin halka arzında minimum bir fiyat verilir ve teklif edilen fiyatlar içinde tüm talepleri karşılayan fiyat, işlem fiyatı olarak kabul edilir.

Ancak, halka açılmanın da kendi içinde analizi yapılarak değerlendirilmesi önemlidir. Böyle bir alternatifi değerlendirebilmek bakımından işletme üzerindeki olası olumlu ve olumsuz etkilerinin belirlenmesi gerekir.⁶¹ Ülkelere, ortam ve koşullara göre değişmekle birlikte şirketlerin halka açılmasının olumlu ve olumsuz yönlerini aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz.⁶²

Olumlu yönleri;

- Halka açılma işlevi sonucunda şirkete ek bir fon sağlanacaktır,
- Halka açılmak suretiyle borsaya kote edilme, şirketin ek sermaye ihtiyaçlarını karşılamasını kolaylaştıracaktır,
- Hisse senetlerinin pazarlanabilirliğini artıracaktır,
- Halka açılarak, sermaye piyasasını düzenleyici ve denetleyici kanun kapsamına girmek ve avantajlarından yararlanmak,
- Hisse senetlerinin Pazar değerinin belirlenmesi,
- Vergi avantajı sağlama.

Olumsuz yönleri;

- Şirket ortaklarının yönetim ya da denetim haklarının kısıtlanmasını istememeleri,
- İlk defa menkul değer ihraç edecek şirketlere yönelecek tasarrufların sürekli ve yeterli olmaması,
- Şirketin büyük ortaklarının veya kurucularının şirkete biçtikleri ikame değerinin yüksek olması,
- Halka menkul değer ihraç etme maliyetlerinin yüksek olması,
- Örgütlenmemiş sermaye piyasalarının varlığı,
- Şirketle ilgili bilgilerin kamuya açıklanması,
- Yöneticilerin görev ve sorumluluklarının artması,
- Uyulması gerekli kanuni yükümlülüklerin artması,
- Şirkette yeni bir organizasyona gerek duyulması.

⁶¹ Cengiz Erol, **Faizsiz Kredi Modeli**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992, s.31-32

⁶² Sevinç Akbulak, **Şirketlerin Halka Açılması**, SPK Yeterlilik Etüdü, Kasım 1991, s.10-37

Halka açılmanın başarılı sonuçlanmasının kurallarını aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz.⁶³

- Açılmayı destekleyecek ve açılmaya yardımcı olacak aracı kurumların seçilmesi,
- Firmanın fiyat-kazanç oranı cazip durumda iken halka açılmanın tamamlanması. Bu durum işletmenin mevcut başarısı ile gelecek potansiyeline bağlıdır.
- Halka açılmayı planlayan işletmenin üç-beş yıllık bir dönemi kapsayan istikrarlı bir karlılığa sahip olması. Karlılığın yanında firmanın yeterli bir pazar payına sahip olması gerekir. Ayrıca üretimde ve dağıtımda bir kesinti olmadan ürün ya da hizmet arzını sürdürmesi beklenir.
- Halka açılmayı planlayan firmanın nitelikli ve istikrarlı bir yönetime sahip olması. Başarılı bir yönetimden ortalamanın üstünde satış ve karlılık istenir.

Halka arz aşamasında hisse fiyatının doğru tespiti büyük önem taşımaktadır. Halka ilk kez açılma kararı alan işletme, yeni çıkaracağı yani halka açacağı hisse senetlerinin fiyatını üç temel kural çerçevesinde oluşturur.⁶⁴

- 1- Fiyat, benzer firmanın işlem gördüğü hisse senedi fiyatına göre karşılaştırılır.
- 2- Fiyat kararı, hisse senedinin pazarda işlem görmesi için, belli bir seviyede oluşturulur.
- 3- Pazara sunulan hisse senedi fiyatı yüzde 10 ile 15 oranında iskontolu satılır.

Firma hissesini halka açmadan önce, benzer firmaların faaliyet ve finansal verilerini içeren karşılaştırmalı fiyat tablosu hazırlar. Bu tablo yardımıyla halka açılmayı düşünen firma, kendi verilerini piyasada işlem gören işletmelerin verileri ile karşılaştırır.

Batı ülkelerinde, birinci el hisse senedi ihracında nominal fiyatın yüzde on beş oranında iskontolu olarak satışa çıkarıldığı gözlemlenir. Bunun nedeni hisse senedi ihracını başarılı kılmaktır. Yüksek fiyatlı senet başarısız duruma düşerse, ihraç talep bulmazsa, hisse senedi fiyatındaki azalma daha radikal olabilir, bu da işletmenin sermaye piyasasındaki başarısını uzun süre olumsuz yönde etkiler.

Karşılaştırmalı tablo analizi ile firmanın en yakın özelliklerini taşıyan, hisse senetleri borsada işlem gören işletmeler tespit edilir. Tespiti yapılan benzeri işletmelerin tarihi fiyat, tarihi kazanç oranı ve tahmini fiyat/kazanç oranı bulunur. Bu değerler halka arzı düşünülen

⁶³ Erol, s.31

⁶⁴ Erol, s.31

tüm senetlerin satılması halindeki yaklaşık fiyat/kazanç değerlerini belirtir. Tabi ki, bu yaklaşım açılma işleminin tamamlanıp fiyatın denge noktasına geleceği varsayımından kaynaklanmaktadır. Yapılan hesaplama sonunda, ihraca yardımcı olan aracı kurum, tahmini limitler arasında bir fiyatla halka arzı başlatır. Pazar yapısına ve reaksiyonuna göre kararda değişiklik olabilir.

Düşük fiyatlandırma, hisse senetlerinin gerçek değerinin altında satışa sunulması olgusu olarak tanımlanmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmaların büyük bir kısmı; genellikle halka ilk kez arz edilecek hisse senetlerinin gerçek değerinin altında satışa sunulduğu, diğer bir deyişle, hisse senetlerinin halka arzını izleyen ilk günlerde fiyatının önemli oranlarda prim yaptığıdır. Halka arz fiyatı, ihraççı firma, aracı kuruluş ve yatırımcı açısından büyük önem taşımaktadır. Bilindiği gibi ilk ihraçlarda fiyat bir kere belirlendikten sonra, fiyat ayarlaması yapılmaz. Tabi bu halka arzların borsada gerçekleştiği durumda geçerli değildir. Eğer talep fazlası varsa aracı kuruluş miktar tayinleme (halka arz edilen hisse senetlerinden bir kişinin alabileceği azami miktarı belirlemek) yoluna gider. Buna ülkemizde de oldukça sık rastlanmaktadır. Talep fazlası olabileceği önceden tahmin edilen senetlerde, yatırımcının alabileceği maksimum miktar halka arz ilanlarında belirtilmektedir. Açıktır ki, arz fazlasının olması durumunda, satış, hisselerin bir kısmının elde kalmasıyla sonuçlanacaktır. Bu nedenlerden ötürü fiyatın bir taraftan yatırımcının ilgisini çekebilecek düzeyde olmasına, diğer taraftan ortaklık açısından toplanabilecek maksimum fonun toplanmasına imkan verecek düzeyde belirlenmesine dikkat edilmelidir.⁶⁵ Türkiye’de ilk ihraçlarda belirlenen fiyat genellikle gerçek değerinin altındadır. Bu da hisse senedi ilk ihraçlarında düşük fiyatlandırma olgusunun varlığını göstermektedir. Ancak, düşük fiyatlandırma oranı diğer ülkelere nispeten çok düşük kalmaktadır.

Aracı kuruluşlar hem fiyatın belirlenmesinde rol almakta hem de satış işlemlerini üstlenmektedir. Aracı kuruluşla hisse senedini halka arz eden ortaklık arasındaki asimetrik bilgi sorunu fiyat oluşumunu etkilemektedir. Bu iki grup arasında asimetrik bilgi varsa yani ihraççı ve aracı kuruluş farklı kişilerse düşük fiyatlama oranı daha fazladır.⁶⁶

⁶⁵ Hayal Güzelhan ve Mediha Ağar, İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları, **SPK Yayınlanmamış Araştırma Raporu**, Ağustos 1991, s.7

⁶⁶ Güzelhan, s.13

Düşük fiyatlamamanın gerekçelerinden biri de hisse senetlerinin ilk defa halka arz edilirken düşük fiyattan satılmasının ortaklığın mali yapısı hakkında iyi bir gösterge olarak algılanmasıdır. Ancak gelecek vaat eden bir şirket, hisse senetlerinin düşük fiyattan satılmasının neden olabileceği zarara katlanabilir. Mali yapısı güçlü olmayan ortaklıklar böyle bir maliyete katlanamazlar.⁶⁷

Düşük fiyattan satılan hisse senetleri yatırımcıların ortaklık hakkında ileriye dönük iyi beklentilere sahip olmasını sağlamaktadır. Ortaklıklar düşük fiyattan ilk ihraçta bulunup ortaklığın iyi durumda bulunduğu sinyali verdikten sonra yeni hisse senetleri arz etmektedirler.⁶⁸

Şirketler ilk ihraç miktarını ve fiyatını belirlerken ikili amaç taşımaktadır. Ortaklıklar ve yatırımcı arasındaki asimetrik bilgi sonucu, düşük fiyattan satılan ilk ihraçlar daha sonraki ihraçların yüksek fiyattan satılmasını sağlamaktadır. İyi durumda bulunmayan ortaklıkların fiyatı düşük belirlemenin maliyetine katlanamaması, aynı zamanda fiyatı düşük belirleseler bile ilk ihraçla sonraki ihraç arasındaki zaman aralığında ortaklığın gerçek durumunun ortaya çıkma olasılığının bulunması, fiyatı düşük belirlemelerini engellemektedir. İlk ihraçta fiyatı düşük belirleyen birçok ortaklık önemli miktardaki sermayeyi daha sonraki sermaye artırımını ile elde etmektedir.

4.2. Toplu Satışlar (Trade-Sale)

OTC ⁶⁹ (Over The Counter Markets) piyasaların geniş ölçüde gelişmiş olmasına rağmen özellikle şirketlerin, diğer firmalara satışı genellikle toplu satışlar ile olmaktadır. Normal olarak bu bir ele geçiriciye ihtiyaç duyulması anlamına gelir, ele geçirmede şirket; yeni bir işletme veya eski tarihli olabileceği gibi kote edilmiş veya edilmemiş de olabilir. Toplu satış kapsamında tabi başka şahıslara satışlarda değerlendirilmektedir. OTC’de düşük olabilen hisse fiyatları, risk sermayesi ile fonlanmış firmaların finansal güçlükleri ve belli bir ölçeğe ulaşmada karşılaşılan zorluklar gibi nedenlerle risk sermayesinde toplu satışların öneminin devam edeceği öngörülmektedir.

⁶⁷ Güzelhan, s.14

⁶⁸ Güzelhan, s.15

⁶⁹ Kote edilmemiş hisse senetlerinin işlem gördüğü tezgah üstü piyasalar

Toplu satış, risk sermayesi şirketinin bu şirkete ait hisseleri kurumsal yatırımcılara satışını ifade etmektedir. Hisse senetlerinin fiyatı blok alımlar ile cari fiyatın altında kalabilir.

Toplu satış yönteminin avantajları:⁷⁰

- Toplu satış yöntemi alıcıların pazara girmelerini ya da pazar paylarını büyütmelelerini sağlar.
- Risk sermayesi yatırımından güvenli bir çıkış yöntemidir.
- Halka arz yönteminden daha düşük maliyetlidir.
- Bazı küçük firmalar için alternatiftir.
- Tek bir alıcıyla muhatap olma kolaylığı vardır.

Toplu satış yönteminin dezavantajları:

- Şirket yönetimi bağımsızlığını ve söz hakkını kaybedebilir.
- Toplu satışın yapılacağı belirgin alıcılar her zaman bulunamayabilir.

4.3. Şirketin Paylarının Tekrar Kendisi Tarafından Geri Alınması (Buy-Back)

Bu yöntemde risk sermayedarının elindeki hisseler girişimci grubu tarafından satın alınmaktadır. Girişimci grubun alım teklifi piyasa koşullarıyla paralel olmalıdır. Şirketin kendi hisselerini alması vergi yönünden bir temettü dağıtımı gibi görünmektedir. Başlangıçta sözleşmeye risk sermayedarına ait hisselerin girişimci grubu tarafından satın alınacağına dair hükümler konulması girişimci grubu teşvik edecek ve başarı şansı artacaktır.

Girişimci grubun, risk sermayesi şirketine ait hisseleri satın alacak yeterli sermayesi yoksa bankalardan borçlanma yoluna gidebilir. Bu finansman desteği sayesinde girişimci grup girişimin tamamına sahip olabilir. Bununla beraber girişimci grubun borç sorumluluğu da artmış olur.⁷¹

⁷⁰ John Smith – Julian Wall, ‘Better Exits’, <http://www.evca.com>, 05.11.2003

⁷¹ Güzelhan, s.15

4.4. Şirketin Tasfiye Edilmesi

Girişimci şirket, gelişme döneminde aldığı yatırımlar ve yönetsel desteklere rağmen hala performansı düşükse ve girişimin devam etmesi halinde sahip olduğu öz kaynaklarda tehlikeye düşecekse, girişim sermayesi şirketi ve girişimci şirket yönetimi tarafından şirketin tamamen tasfiyesine karar verilebilmektedir. Bu durumda şirket kapatılarak sahip olduğu varlıklar satılır. Elde edilen gelir ise girişim sermayesi şirketi ve girişimci şirket tarafından yatırılan sermaye ve sözleşmeler oranında taksim edilir.

Görüldüğü gibi yatırımlardan çıkış, hisselerin halka satışı, bir başka şirket tarafından satın alınması, girişim sermayesi şirketinin elinde bulundurduğu hisselerin geri alınması, girişim sermayesi şirketinin elindeki hisselerin başka bir yatırımcıya satılması ve şirketin tasfiye edilmesi yöntemlerinin tümü risk sermayedarı şirket veya bireyin sahip olduğu hisselerin satışına dayalı olarak gerçekleşmektedir. Bu şekilde risk sermayedarının yatırımdan çıkışı bir bakıma sermaye piyasasına yeni şirketlerin girişini sağlayarak, sermaye piyasasının arz yönünün gelişmesine katkı sağlayacaktır.⁷²

⁷² Mehmet Civan ve Mustafa Uğurlu, 'Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ'lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi', *Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Cilt:21, Sayı:1, (2002), s.83-84

BÖLÜM V

TÜRKİYE’DE KÜÇÜK VE ORTA BOY İŞLETMELER (KOBİ’LER) VE KOBİ’LERİN ÖNEMİ

Ülkemizde yeni fikirlere sahip yeni ve küçük girişimciler yeterli finansman kaynağına sahip değildirler. Bunun yanı sıra yeterli finansal destek bulmaları da son derece güç olduğu için projelerini hayata geçirememektedirler. Bir başka deyişle, Türkiye’de KOBİ’ler dünyadaki KOBİ’ler gibi finansman sorunlarıyla karşılaşmaktadırlar. Aşağıdaki bölümlerde öncelikle Türk KOBİ’lerini inceleyecek, daha sonra finansman sorunlarına yaklaşacağız. Bu bağlamda risk sermayesinin Türkiye’de KOBİ’lerin gelişmesini sağlayacak ve böylece yenilik ve buluşların hayata geçirilmesini sağlayacak bir finansman modeli olarak ülkemize ne gibi faydalar verebileceğini göstermeye çalışacağız. Kısaca risk sermayesinin Türkiye’de teknolojinin gelişmesine yardımcı olarak, ülkemizde bir sanayileşme hamlesinin gerçekleşmesini sağlayacağına inanıyoruz. KOBİ’lerin tanımlanmasında çeşitli nicel ve nitel kriterler kullanılmaktadır. Esas alınacak kriterler içinde, nicel kriterleri; işçi sayısı, ciro, sabit yatırım, nitel kriterleri ise; sermaye piyasasından finansman sağlanamaması, yönetici ve işletme sahibinin aynı kişi olması ve pazarlık gücünün zayıf olması olarak sıralayabiliriz.⁷³

KOBİ’ler; istihdama, gelir artışına ve kalkınmaya etkileri nedeni ile sanayileşmenin itici gücü olarak değerlendirilmektedir. 70’li yıllara kadar dünyada gelişmenin kaynağı olarak büyük işletmeler görülmüş ancak ekonomik krizde bu işletmelerin durgunluğu girmesi ile üretim düşmüş ve işsizlik baş göstermiştir. KOBİ’ler ise aynı dönemde, ekonomik duruma adapte olmuş ve krizden en az zararlı çıkmışlardır. Bu ders dünyaya KOBİ’lerin önemini anlatmıştır. KOBİ’ler ekonomik kalkınmaya aşağıdaki etkilerde bulunmaktadır;

- İstihdam yaratma,
- Konjonktürel dalgalanmalara daha düşük duyarlılık,
- Bölgeler arası ekonomik ve sosyal dengesizliklerin ortadan kaldırılmasına yardımcı olma,
- Teknolojik gelişmelere kolay uyum sağlama,
- Mesleki eğitimde okul işlevi görme,
- Üretim faktörlerindeki mülkiyetin topluma yaygınlaştırılmasını sağlama.

⁷³ Prof. Dr. Tamer Müftüoğlu, **Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri**, Konrad-Adenauer Vakfı, Ankara 1989, s.1-5

5.1. KOBİ'lerin Temel Özellikleri

5.1.1. KOBİ'lerin Kuvvetli Yönleri

Sağlıklı bir yapıya sahip küçük ve orta boy işletmeler, her ekonominin vazgeçilmez bir unsurudur. Bu işletmelerin özellikle büyük işletmeler karşısındaki kuvvetli yönleri aşağıdaki gibi sıralanabilir.

Tüketici Tercihlerine Daha Esnek Bir Yaklaşım: Ekonomik ve sosyal gelişmelere paralel olarak tüketici tercihleri de sürekli değişmekte, tüketici talepleri devamlı artmakta ve tercih ve talepler bölgeler itibariyle de çeşitlenmektedir. Küçük ve orta boy işletmeler müşteriye yani tüketiciye daha yakın olduklarından, bu tercihleri hemen algılayıp, üretim sürecinde gerekli değişiklikleri hızla yaparak, karşılamaya çalışırlar. Aynı durumda büyük işletmelerin üretim sürecinde değişikliğe gitmesi hem zaman almakta hem de yüksek maliyetlere neden olmaktadır.

Yeniliklere Daha Yatkın Olunması: Büyük işletmelere göre, küçük ve orta boy işletmelerin daha yoğun olarak müşteriye yönelik çalışmaları, her düzeyde müşteriye daha yakın olmaları, onların müşteri sorunlarını daha kolay anlamalarına ve buna bağlı olarak hemen pazarlanabilir teknik yeniliklerde bulunabilmelerine yol açar. Oysa çoğunlukla da, merkezi yönetimi benimseyen büyük işletmelerin piyasaya anında uymaları oldukça güçtür.

Teknik Yeniliklerde Daha Fazla Verimlilik: Küçük ve orta boy işletmeler aynı maliyet ile büyük işletmelere oranla daha fazla teknik yeniliklerde bulunabilmektedir. Çünkü, küçük ve orta boy işletmeler, büyük işletmeler gibi yıllarca süren ve sonucu önceden kestirilemeyen araştırma projelerini birçok teknik personelle sürdürme yerine, az personelle kısa sürede pazarda değerlendirilebilir nitelikte yenilik ve değişiklikler yaparak, müşteriye sunabilmektedirler. Buradaki temel yaklaşım, biraz dene, biraz sat, biraz daha dene, biraz daha sat biçimindedir.

Çalışanlarla Daha Yakın İlişki: Küçük ve orta boy işletmelerin çoğunda sahipleri veya yöneticileri iş yerinde işçilerle birlikte çalıştıklarından; iş veren-işçi arasında çift yönlü iletişim sağlanmakta, birbirlerine karşılıklı güven gelişmekte, kararların genelde birlikte alınıp, ortak hareket edilmesi, çalışanların işletme ile özdeşleşmeleri sonucunu getirmektedir.

Ayrıca yine bu yakınlık sonucu, üretim seviyesini ve verimliliği düşürücü etkileri olan toplu sözleşme, grev, işi yavaşlatma gibi toplu işçi eylemlerinin büyük işletmelere göre daha az olması da verimliliği arttırıcı bir faktördür.

Üretimde Boşlukların Hızla Doldurulması: Küçük ve orta boy işletmelerde çalışanlar genellikle işletmenin temel işlevlerini yaparak öğrenmektedirler. Uzmanlaşma olsa bile işletmenin temel işlevlerini yine de herkes bilir. Böyle olması, herhangi bir elemanın eksikliği halinde, diğer elemanlar hızla bu eksikliğin giderilmesini sağlayabildiklerinden üretimde kesinti olmasını önler. Ayrıca, küçük ve orta boy işletmelerde çalışanlarda öyle bir sorumluluk duygusu oluşturulmalıdır ki, sorunlara hep beraber sahip çıkılırken, başarı olduğunda ise sorun çözmenin ve yaratıcılığın teşvik edilmesi için başarı ilgili bireye mal edilmektedir.

Daha Az Kurmay ve Bürokrasi: Zamanlama iş hayatındaki başarıyı etkileyen önemli faktörlerden birisidir. İş hayatında kurmay yada kurmay grubu faaliyetlerde hızı azaltmakta, bürokratik süreci uzatmakta ve bunun sonucunda verilen karar doğru olsa bile gecikmeden dolayı iş işten geçebilmektedir. Bu durum verimliliği düşürür. Küçük ve orta boy işletmelerde kararları genellikle üretim sürecinde işveren-işçi birlikte verip, uygulamaya koyduğundan sonuç olarak başarı oranı da yükselebilmektedir. Çünkü, piyasa şartlarının devamlı değişme göstermesi karşısında zamanlama yani hızlı karar alıp, anında uygulamaya koymak işletmelerin başarılarının devamı için şarttır. Küçük ve orta boy işletmelerde ya hiç yada optimal ölçüde kurmay bulunması ve bürokrasinin en aza indirilmesi, bir taraftan işletme verimliliğini ve piyasa başarısını yükseltirken diğer taraftan büyük işletmelere göre yönetim giderleri de daha az olacağından maliyetler de aşağı çekilmektedir.

Bireysel Tasarrufların Teşvik Edilmesi: Küçük ve orta boy işletmeler sermayelerini genellikle öz kaynaklarından karşılamaktadır. Zaten büyük işletmeler gibi yabancı kaynak kullanma şansları da pek yoktur. Yabancı kaynaklardan faydalanmamaları, dolayısıyla işlerini büyütmeleri için veya başka ihtiyaçları için öz kaynaklarını arttırma durumunda kalmaları, küçük ve orta boy işletmeleri faaliyetleri sonucu elde ettikleri karların tüketim yerine tasarrufa ve yatırım harcamalarına gitmelerini sağlamaktadır. Böylece küçük ve orta boy işletmeler milli ekonomi içinde tasarrufları ve dolayısıyla yatırım oranlarını yükselttiklerinden, üretim ve istihdam seviyesinin iyileşmesine katkıda bulunmaktadır.

Daha Yüksek Oranda İstihdama Katkısı; KOBİ'ler daha çok emek yoğun işletmeler olduğundan ve de KOBİ'lerde bir kişi istihdam etmek için gerekli olan yatırım harcaması büyük işletmelere oranla daha az olduğundan, ülkede istihdama katkıda bulunmaktadır. Ayrıca KOBİ'ler, teknik ve mesleki eğitimin verildiği yerler olmaları nedeniyle, özellikle büyük işletmelere kalifiye eleman yetiştirerek de ekonomiye katkı sağlamaktadır.

Büyük İşletmelere Yönelik Olumlu Etkiler; Ekonomik hayatta tüm işletmeler arasında karşılıklı bağımlılık söz konusudur. Küçük ve orta boy işletmeler daha önce de bahsedildiği gibi büyük işletmelerin yan sanayisi yada tedarikçi durumundadır. Ayrıca büyük işletmelerin, tüm kuruluşların ve nihai tüketicilerin servis, bakım, tamir gibi hizmetleri de genellikle küçük ve orta boy işletmeler tarafından karşılanmaktadır.

Rekabetin Teşvik Edilmesi; Mal ve hizmet piyasalarında monopol ve oligopol piyasa şartlarının egemen olması halinde; rekabetin nimetleri olan düşük fiyat, yüksek kalite, teknik yenilikler gibi imkanlara rastlanmamaktadır. Ayrıca monopol ve oligopol piyasalara rakiplerin girmesi de engellendiğinden iş hayatındaki canlılık ve motivasyon da yok edilmektedir. Bu durumlarda KOBİ'lerin ekonomideki ağırlıklarının artması; piyasalarda monopolleşmeyi engellerken, piyasa ekonomisinin işlemesine de yardımcı olmaktadır.

Bölgelerarası Dengeli Büyümeye Katkısı; Küçük ve orta boy işletmelerin yatırımları büyük işletme yatırımlarına göre daha az sermaye ve daha düşük düzeyde teknoloji ile gerçekleştirilebildiğinden; küçük ve orta boy işletmelerin ülke içinde birçok bölgeye yayılmaları mümkün olabilmektedir. Ayrıca küçük ve orta boy işletmeler bölgesel yatırımlarını bölgenin ihtiyacını ve girdilerini dikkate alarak belirlediklerinden bölgenin kalkınmasına da yardımcı olmaktadır.⁷⁴

5.1.2. KOBİ'lerin Zayıf Yönleri

Küçük ve orta boy işletmelerin önemlerine ve büyük işletmelere oranla üstün yönlerine rağmen, başarısızlık oranlarının büyük işletmelere göre daha fazla olduğu da görülmektedir. Küçük ve orta boy işletmelerin başarısızlıklarında rol oynayan en önemli nedenler; iş bunalımları, yetersiz yönetim, yetersiz sermaye ve yetersiz işletme sermayesi yönetimidir. Küçük ve orta boy işletmelerin başarısızlıklarında rol oynayan söz konusu nedenler, küçük ve

⁷⁴ Müftüoğlu, s.7

orta boy işletmelerin zayıf yönlerinin sonucudur. Küçük ve orta boy işletmelerin yapılarından kaynaklanan zayıf yönleri aşağıdaki gibi gruplandırılabilir.

a) Finansman Açısından:

Mali açıdan bu işletmelerin sorunları, genelde üç açıdan ele alınabilir;

Yetersiz sermaye, yeterli sermaye ile çalışanlar ve finansman konusunda yeterli bilgiye sahip olanlar.

Yetersiz sermayesi olanlar, sürekli sermaye sıkıntısı içinde olup, bu nedenle zaman zaman üretimlerine ara vermektedirler. Yakın ilişkide bulundukları benzer işletmelerin iflas etmesi, mevcut bankacılık sisteminin bu tür firmalara kredi arzının yetersizliği, firmaları sık sık borç ertelemeye zorlamaktadır. Mevcut kredi arzı yeterli olduğunda ise, bu kez de kredi karşılığı istenen garantilerin ve faizlerin bu işletmelerin kapasitelerini aşması, finans sorunlarına çözüm getirememektedir.

Yeterli sermayeye sahip olarak çalışanlar, belki işletme sermayesi yönünden bir problemle karşılaşmamakta ise de bu kez sorun, işletme ölçeğinin büyütülmesi, faaliyetlerin çeşitlendirilmesi; araştırma faaliyetlerinden ve teknolojik gelişmelerden yararlanılması için gerekli finans kaynağının nasıl temin edileceği şekline dönüşmektedir.

Finans konusunda yeterli bilgiye sahip olanlar ise diğerlerine, yani bu konuda bilgisi olmayanlara oranla çok daha kolay ve elverişli koşullarda dış kaynak temin edebilmektedirler.

b) Yönetim ve Personel Politikası Açısından:

Pek çok küçük ve orta boy işletme sahibi veya yöneticisinin piyasa verilerinin temini ve değerlendirilmesinde, mesleki ve teknik bilgilerin yetersiz kalması, problemlerin çözümü için uzman eleman istihdamından da kaçınmalı, çoğu kez kendilerinden başka yönetici istememeleri, yetki devretmemeleri gibi durumlarda bu firmalar, yanlış kararlarla esnekliklerini ve başarılarını zamanla kaybetmektedirler. Yine bu firmaların işletme fonksiyonlarına göre profesyonel eleman bulundurmadıkları ve daha çok ucuz iş gücüne yöneldikleri ve bazen da kalifiye elemanları daha yüksek ücret verebilen büyük firmalara kaptırdıkları, kendi personellerinin eğitim harcamalarını finanse edemedikleri görülmektedir.

c) Üretim ve Pazarlama İmkanları Açısından:

Yabancı kaynak sağlanmasındaki güçlükler yanında, öz sermayenin de arzulan iş hacmine göre yetersiz kalması, KOBİ'lerin müşteri kredisiyle yüksek fiyatla girdi temin etmelerine, dolayısıyla üretim maliyetlerinin yüksek oluşmasına yol açmaktadır. Girdi arz eden kamu ve özel sektör firmalarının sıkça zam yapmaları, yeterli hammadde ve yardımcı madde stokunun bulundurulmaması, istenilen seviyedeki üretimin zamanında yapılamamasına, buradan da malın alıcıya geç teslimi nedeniyle şikayetle karşılaşmasına veya siparişin iptal edilmesine yol açmaktadır. KOBİ'lerin içinde bulundukları finansal zorluklar nedeniyle modern makine parkına sahip olamamaları, kalifiye eleman eksikliği, alt yapı yetersizliği gibi nedenler, üretimin kaliteli ve verimli yapılmasını engellemektedir.

Küçük işletme sahiplerinin mesleki ve teknik bilgi konusunda çoğu zaman yeterli düzeyde olmadıkları kadar, pazarlama konusunda da eksiklikleri oldukları görülmektedir. Benzer firmalarla birlikte hareket edemedikleri için, yeterli pazar gücüne de sahip değildirler. Bu nedenle piyasadaki monopolcü kamu ve özel kesim firmalardan yüksek fiyatla ham ve yan mamul madde temin etmeleri maliyetlerini arttırmaktadır. Böylece firmaların karlılığı çoğunlukla makul düzeylerde kaldığından, sermaye birikimi çok yavaş gerçekleşmektedir.

Muhasebe; KOBİ'lere göre muhasebe sistemi veya muhasebe birimi bir zorunluluktur. Bu zorunluluk da devlete karşı olan yükümlülüklerin yerine getirilmesidir. Muhasebenin taraflarından sadece bir tanesi devlettir. Başka bir ifadeyle muhasebenin işlevlerinden sadece bir tanesi devletle ilgili olanıdır. Muhasebenin diğer işlevlerinden faydalanılmamaktadır. Özellikle maliyet muhasebesine gereken önem verilmemektedir. Bunun sonucu olarak da KOBİ'ler de fiyatlar doğru belirlenememekte ve işletmeler bu yüzden büyük zararlara uğrayabilmektedir.

Teknoloji ve Bilgi Akımı; Kobi'ler, müşteriye veya tüketiciye daha yakın olmaları, onlarla iç içe olmaları nedeniyle, onların talep ve ihtiyaçlarını tespit edip teknolojik yeniliklerde bulunma şansları daha yüksek olmasına rağmen, piyasadan verilerin hızlı, doğru, açık ve zamanında alınamaması, bu verilerin işlenip değerlendirilememesi bu tür verilere karşı duyarlı olunmadığı ve bilginin önemli bir üretim girdisi olarak değerlendirilmediği görülmektedir.⁷⁵

⁷⁵ Müftüoğlu, s.11

5.2. Türkiye’de Küçük ve Orta Boy İşletmeler

Risk sermayesi sektörünün özünde ferdi girişimcilik yatmaktadır. Ülkemiz sanayinde KOBİ’lerin önemi büyüktür. KOBİ’ler işyeri sayısı ve istihdam açısından önemli bir ağırlığa sahiptir. Çalışan sayısı büyüklük ölçütü olarak alınıp 1-99 arası çalışanı olan işletmeler küçük, 100-499 arası iş gücüne sahip olanlar orta ölçekli olarak kabul edilirse, toplam iş yerlerinin %99’unun KOBİ’lerden oluştuğu ve toplam çalışanların %52’sinin bu işletmeler tarafından istihdam edildiği görülmektedir. Girişimci sektörünün yaratılması ve kurumsallaşmasına katkıları yanında risk sermayesi, ileri teknolojinin ülkeye girişini, yani sanayileşmeyi, böylece uzun süreli kalkınmayı, istihdam ve vergi gelirlerini artırıcı bir etki yapmaktadır.⁷⁶

Türkiye’de KOBİ’lerin durumu incelendiğinde; %97’sinin bünyesinde 1-19 işçi çalışan, %1.2’sinin 20-29 işçi çalışan, %0.5’inin ise 100-499 işçi çalışan işletmeler olduğu görülmektedir. Toplam çalışanların sayısına bakıldığında %41’inin 1-19 işçi çalışan, %27.3’ünün 20-500 işçi çalışan KOBİ’lerde, %32.2’sinin büyük sanayi işletmelerinde istihdam edildiği anlaşılmaktadır. Sektör ayırımı dikkate alınırsa; KOBİ’lerin %26.5’i metal, %24’ü metal ürünleri, %22.9’u dokuma-deri, %29.35’i gıda-içki sektörlerinde faaliyet göstermektedir. KOBİ’lerin özel sektör ve devlet ayırımı incelendiğinde; ölçek büyüklüğüne bağlı olarak kamu payının arttığı izlenmektedir. 50-99 kişi çalışan işletmelerin %95’i özel iken, 200-499 işçi çalışan işletmelerde bu oran %75’e düşmektedir.⁷⁷

5.3. Türkiye’de KOBİ’lerin Finansman Sorunları ve Mc Millan Gap

KOBİ’lerin yapısal sorunları arasında; mali sorunlar, idari sorunlar ve diğer sorunlar şeklinde bir gruplama yapılabilir. Yıllardır KOBİ’lere finansal destek anlamında düşük faizli kredi kullandırılması gündeme gelmektedir. Ancak buna ne devletin bütçesi dayanmaktadır ne de bu yöntem yıllardır KOBİ’lerin finansmanı sorununa kalıcı bir çözüm getirebilmiştir. KOBİ finansmanında önemli bir handikap; gelişmiş ülkelere oranla GSMH düzeyinin ve dolayısıyla da tasarruf eğiliminin düşük olmasıdır. Bu nedenle yeni yatırım amacındaki girişimlere aktarılacak sermaye birikimi oluşturulamamaktadır. Bu çerçevede KOBİ’lerin

⁷⁶ Prof. Dr. Serpil Canbaş, Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerinin Finansal Sorunları ve Türkiye’de ve Avrupa Topluluğu’nda Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerine Sağlanan Finansal Destekler, **3. Ulusal İşletmecilik Kongresi**, Ankara, 30 Kasım-3 Aralık 1989, s.11-20

⁷⁷ Eser, s.13-18

finanman sorunu aşağıdaki şekilde özetlenebilir;

a) Kredi temininde karşılaşılan güçlükler: Bankalar KOBİ'leri çok riskli gördüklerinden, ipotek ve gayrimenkul teminatı talep etmektedir. Halbuki KOBİ'ler gayrimenkullerini nakde çevirip yatırım yapmak istemektedirler, kredi maliyetleri kredi bulunduğu koşullarda çok yüksek olmaktadır. KOBİ'ler düşük faaliyet karlılıkları ile faiz yükünü kaldıramamaktadırlar.

b) z sermaye ve işletme sermayesi ihtiyacı: KOBİ'ler teknolojiye uyum göstermek zorundadır. Bu nedenle öz sermaye olanaklarının sınırlı olması, tasarruf sahiplerinin de KOBİ'leri riskli bulması nedeniyle, kuruluş anında yeterli işletme sermayesi olmayan kuruluşlar çok uzun ömürlü olmamaktadır. KOBİ'lerin öz sermaye finansmanı ancak kişişel birikimler ve aile çevresinin finansal olanaklarıyla sınırlı olmaktadır, ancak düşük kazanç düzeyi genellikle oto finansmana imkan tanımamaktadır. İşletme sermayesi açısından durum değerlendirilecek olursa; KOBİ'ler düşük kazanç, düşük stok devir hızı ile çalıştıklarından ve kredili satışta bulunduklarından önemli bir çalışma sermayesi açığı ile karşılaşmaktadırlar.

c) Yönetimden kaynaklanan sorunlar: Firma yöneticilerinin firmanın sahibi olması, finansman konularını bilmemesi, zaman kısıtlığı vb. sorunlar nedeniyle alacaklar, stoklar, gelirler, giderler rasgele yapılandırılmakta ve finansman açığı büyütülmüş olmaktadır.⁷⁸

Ülkemizde 1980 ncesi dönemlerde işletmeler, büyük lde yabancı sermaye ile finanse edilmişlerdir. Bu gibi durumlarda öz sermayede ortaya çıkan daralma, bir bütün olarak işletmeyi salt bunalıma duyarlı yapmaz, aynı zamanda birçok işletmeyi, özellikle yüksek faizli dönemlerde ödeme güçlüğüne iter. Bununla birlikte, işletmelerin piyasada yarışmacı durumunu koruyabilmesi için yenilenme yatırımları yapması zorunludur. Geleneksel yerleşik finans yolları, bu alanda da yetersiz kalmaktadır. Çünkü;⁷⁹

- Özellikle genç (yeni) fakat aynı zamanda uzun sreden beri varolan işletmeler, istek duyduğu yatırımlarını finanse etmede çeşitli güçlüklerle karşılaşmaktadır.
- Menkul değer çıkaramayan –emisyoncu olmayan- işletmelerin yeni kaynak koyarak öz sermaye tabanını güçlendirmeleri, çeşitli açılardan güçlüklerle karşı karşıyadır.
- Yüksek yabancı sermaye maliyetinden dolayı işletmelerde riski ve şansı yüksek yatırımların finansında geleneksel olarak öz sermaye gündeme getirilmektedir.

⁷⁸ Eser, s.10-24

⁷⁹ Fettahoğlu, s.1

-Daha önceleri bankaların izlediği kredi siyaseti ve ekonomik gelişmeler sonucunda yüksek kredi tutarları oluşmuştur. Bunun sonucunda donuk kredilerin artması, bankaların daha dikkatli olmalarına neden olmuştur. Bu gelişmeler, öz sermaye tabanını güçlendirme yollarını aramak gereğini duyumsatmıştır. Ayrıca; bankaların yükselen riski ek faiz ve/veya komisyon farkıyla karşılama yoluna gitmesi durumunda da genç işletmeler, illikidite olasılığıyla karşı karşıya kalabilir. Çünkü bu tür işletmelerin gelir kaynakları gelecek dönemlerde yükselecektir.⁸⁰

Yukarıda sayılan nedenler, işletmelerin öz sermaye tabanını genişletecek ve yeni yatırımların riskini karşılayacak bir finans yoluna gereksinme duyduklarını göstermektedir. Risk sermayesi, bu alanda önemli işleve sahiptir. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansmanında da önem kazanan risk sermayesi finansı, ekonomik yaşama canlılık kazandıracaktır. Risk sermayesi, yeni iş alanlarının açılmasını sağlamaktadır ve ekonominin yarışmacı ortamını düzeltme olanağına sahiptir. Enflasyonist ortamda maliyet baskısı altında bulunan büyük işletmeler, rasyonelleşme önlemleriyle iş alanlarını daraltırken; risk sermayesiyle finanse edilecek KOBİ'ler, iş alanlarının artmasında önemli rol oynayacaklardır.⁸¹

5.3.1.Mac. Millan Gap ve Dış Kaynak Sağlamadaki Güçlükler

Risk sermayesi sektörünün kuruluşunda her ülke kendi sosyal ve ekonomik şartlarından kaynaklanan bir takım sorunlarla karşılaşır. Bu sorunlardan ilk akla gelen Mac. Millan Gap fenomeninin ülkemizde de büyük ölçüde mevcut olduğu en son araştırmalarla kanıtlanmıştır. Mac. Millan Gap, konvansiyonel banka sisteminde kredilerin kendini ispatlamış büyük anonim ortaklıklara yönlendiğini dolayısıyla yeni girişimciler tarafından kurulan küçük işletmelerin banka kredilerinden faydalanamadıklarını saptayan ve ilk defa İngiltere'de Harold Mac Millan başkanlığında yapılan bir araştırmaya verilen isimdir.

Ülkemizde de bu sorunun olduğu ilk kez İstanbul Ticaret Odası ve Piar tarafından yapılan ve 4671 firmayı kapsayan çalışmayla ortaya konmuştur.⁸² SPK'nın şirketler kesiminin finansman eğilimleri anketinin sonuçları da dikkate alındığında;

⁸⁰ Fettahoğlu, s.2

⁸¹ Fettahoğlu, s.3

⁸² Oğuz Uras ve Ahmet Serpil, **Küçük İşletmelerin Finansmanı ve Yönetim Sorunları**, İstanbul: İTO Yayın No: 1986-13, 1986, s.81

- İmalat sanayinin, tüm faaliyetler içinde %64 gibi bir pay aldığı,
- Şirketlerin %15.6'sının Sermaye Piyasası Kuruluna tabi olduğu,
- Şirketlerin, %42'sinin 6'dan az, %32'sinin 6-9 arası ortağı olduğu (Ankete yalnız A.Ş. şeklinde ortaklar alınmıştır.)
- Şirketlerin yönetim kurulu başkanlarının ağırlıklı olarak şirket çoğunluğunu ellerinde tuttukları,
- Şirketlerin, genel kurula katılma oranının, ortak sayısı arttıkça düştüğü,
- Şirketlerin yarısında finansman ile ilgili bölüm olmadığı,
- Şirketlerin %58'inin yalnızca kısa dönemli finansal planlama yaptığı,
- Şirketlerin finansmanında, ağırlıklı olarak borçlandıkları ve öz kaynak yapılarının yetersiz olduğu,
- Borçlanmanın kısa vadeli olduğu,
- Kullanılan banka kredilerinin, yaklaşık toplam borçlarının yarısı olduğu,
- Öz sermaye artışının, net karı bünyede bırakarak yapıldığı bu nedenle karın ancak 1/3'nün ortaklara dağıtıldığı,
- Aktif yapılarının döner değerler ağırlıklı olduğu

ortaya çıkmaktadır. Anket genel olarak değerlendirildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılabilmektedir;

- a. Şirketlerimiz kuruluş yılları açısından henüz çok gençtir.
- b. Genelde ortak sayısı, sermayeye bağımlıdır ve oldukça düşüktür.
- c. Genel yapı aile şirketi görüntüsündedir. Çoğunluğa sahip ortaklar aynı zamanda yöneticidir.
- d. Finansman olgusu bilinmemektedir. Mali yapı borç yoğundur.
- e. Finansman aracı, şirketin mali yapısı ve maliyet faktörleri dikkate alınarak seçilmemektedir.
- f. Faiz oranları artınca, kullanılan krediler azaltılmakta ve satılan mala zam yapılmaktadır.
- g. Sabit kıymet finansmanında bünyede bırakılan fonlar kullanılmaktadır.
- h. İşletme sermayesi ihtiyacı ağırlıklı olarak kısa vadeli borçlarla karşılanmaktadır.
- ı. Şirketlerin %80'i sermaye piyasasını kullanmaktadır.
- i. Şirketlerin %10'u halka açılmayı düşünmektedir.

Görülebileceği gibi anketin yalnız A.Ş.'leri kapsamı bir eksiklik olsa da, tüm bu bulgu ve sonuçlar tipik KOBİ özelliklerini yansıtmaktadır.⁸³

⁸³ SPK, 'Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları', SPK Yayınları No:15, Ankara 1992

Bu sonuçlar ülkemizde Mac. Millan Gap fenomeninin bulunduğunu doğrulamaktadır. Ayrıca küçük işletmelerin banka kredilerinden yararlanarak büyüme olanaklarına sahip olamadıkları da anlaşılmaktadır. Bu duruma bir de büyük işletmelerin dahi ödemekte büyük güçlük çektiği patlayan faiz hadlerini eklersek işletmelerin ve bunları kurmayı düşünen girişimcilerimizin ne denli zor sorunlarla karşı karşıya bulundukları tüm açıklığıyla ortaya çıkar. İTO'nun aynı araştırmasında dış kaynak finansmanına ilişkin şu sonuçlar da elde edilmiştir.⁸⁴

Küçük işletmeler yabancı sermayeye yani borçlanmaya itibar etmemektedirler. Borçlanma, onlar için, olsa olsa ticari borç; yani müşterilerin veya mal aldıkları tüccar veya sanayicilerin tanıdıkları vadeli ödemedir. Banka borcuna rağbet etmemelerinin bir nedeni de, ihtiyaçları olduğu anda mevcut bankacılık mekanizması ile acil finansal desteğin sağlanamamasıdır.

KOBİ'lerin kredi sağlamada karşılaştıkları en önemli sorun, bankalarca gayrimenkul ipoteği istenmesi; mevcut makine-teçhizat, araç ve gereçlerin ipotek olarak kabul görmemesidir. Ayrıca, bankalar küçük işletmeleri daha riskli görmekte, küçük çapta kredi isteyen çok sayıda müşteri yerine, büyük çaplı kredi kullanan az sayıda müşteriye yeğlemektedirler. Ülkemizdeki birçok bankanın bir holding grubu içinde yer alması ve holdingin menfaatlerini ön plana çıkarması da, küçük ve orta ölçekli işletmelere duyulan ilgisizliğin nedenlerinden biridir.⁸⁵

Bankalardan fon aktarma maliyetinin büyüklüğünün de etkisiyle artan kredi faizleri de, KOBİ'lerin yabancı kaynak talebinde ayrıca daraltıcı etkide bulunmaktadır.⁸⁶

5.3.2. Öz Kaynak Finansmanındaki Güçlükler

İTO & Piar tarafından yapılan araştırmada küçük işletmelerin öz kaynak finansmanı ile ilgili şu sonuçlar elde edilmiştir:⁸⁷

⁸⁴ Uras, s.118-120

⁸⁵ Müftüoğlu, s.248

⁸⁶ Kaya, s.80

⁸⁷ Tülay Zaimoğlu, **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler ve Türkiye**, İktisadi Kalkınma Vakfı Yayını, 1988, s.103-105

- Küçük işletmelerde mevcut sermayenin kaynağı genellikle tasarruf şeklinde belirlenmiştir. Tasarruf ya işe girmeden başka bir alanda, yada o işin içinde yapılmıştır. Karlılık durumunda tasarruf edilen miktar da, çoğunlukla firmanın öz sermayesine ilave edilmektedir.

- Küçük işletmeler kazançlarını, genellikle sermayeye ilave etmektedirler. 1980 sonrasında para bulmanın güçleşmesi, küçük işletmeleri kendi finansal imkanlarını zorlamaya yöneltmiştir.

- Piyasada nakit paranın itibarının artması, küçük işletmeleri nakit tutmaya zorlamaktadır. Böylece sermaye, daha ziyade nakit olarak mütalaa edilmiş olmaktadır.

- 1980 sonrasında öz sermayelerin artırılması cirolara yansımış; cirolarda nisbi olarak belirli bir artış olduğu gözlenmiştir. Cirolardaki bu artışın karlılığa ne ölçüde yansıdığı hususunda ise tatminkar bilgi elde etmek mümkün olmamasına rağmen, olumlu yönde bir izlenim oluşmuştur.

Bir başka deyişle, Türkiye'deki KOBİ'lerin finansman sorunlarını aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz:⁸⁸

- Genel imalat sanayinde yer alan KOBİ'lerin en önemli sorunu finansman yetersizliğinden kaynaklanmaktadır ve özellikle kısa vadeli finansman sorunu, başlangıç sermayesini kendi kaynaklarından karşılayan küçük ölçekli işletmeler için faaliyetlerini zorlaştıracı önemli bir etken olmaktadır.

- Yatırım kredilerinin pahalı olması tüm işletmelerin uzun vadeli finansman teminde ortaya çıkan en önemli sorun olmakta ve gerek küçük gerekse orta ölçekli işletmelerin uzun vadeli faaliyetlerini etkileyen bir diğer sorun yetersiz öz sermaye bunu tamamlayıcı bir unsur olarak işletmelerin faaliyetlerini önemli derecede etkilemektedir.

- KOBİ'lerin finansman alanında karşılaştığı bir diğer sorun ise mali kurumlar karşısında yetersiz kalmaları sonucu ortaya çıkmaktadır. Böylece gerek kredi temini, gerekse kredilerin pahalı olması, bu tip işletmelerin en çok yakındığı konular olmaktadır.

⁸⁸ Zaimoğlu, s.263

5.4. Türkiye’de KOBİ’lere ve Risk Sermayesinin Gelişimine Yardımcı Olan Kuruluşlar

Türkiye’de planlı döneme geçilen 1963 yılından beri, küçük ve orta ölçekli işletmelerle, bilim ve teknolojinin geliştirilmesine yönelik bir takım politikalar saptanmış ve tedbirler öngörülmüş olmasına karşılık, finansal ve yönetsel bir çözüm olarak risk sermayesi kavramı resmi literatüre 1986 yılında girebilmiştir.⁸⁹

Türkiye’de küçük girişimleri teşvik mekanizması, özellikle ikinci 5 yıllık kalkınma planı ile sistematik ve örgütlü bir şekilde uygulanmaya başlamıştır. Kalkınma Planı’nın Uygulanması Esaslarına Dair 933 Sayılı Kanun, daha sonraki yıllarda değişik şekillerde geri kalmış yöreleri ve küçük girişimcileri de kapsayan genel teşvikler mekanizmasının temelini teşkil etmiştir.⁹⁰

Türkiye’de risk sermayesi konusunda sistematik ilk girişimler, küçük işletmelere ve girişimcilere destek olma amacıyla, 5.1.1986 tarihli genelgeyle, İşsizlik Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu’nun kurulması ile başlamıştır. Bu kurulun yaptığı çalışmalardan ilki, risk sermayesi sisteminin kurulmasına temel teşkil etmesi amaçlanan ‘Teşebbüs Destekleme Ajansı’nın (TDA)’ faaliyete geçirilmesi olmuştur. Başta TDA ve Teknopark Uygulamaları olmak üzere ülkemizde risk sermayesi sisteminin altyapısı sağlamaya yönelik bir dizi çalışma yapılmış olup KOSGEB’in (Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı) bu yöndeki çalışmalara büyük katkıları bulunmaktadır. Ayrıca Dünya Bankası işbirliğiyle 1991 yılında kurulan Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfının (TTGV) yaptığı çalışmalar da risk sermayesi sisteminin ülkemizdeki uygulamalı bir örneğini teşkil etmektedir.⁹¹ Aşağıdaki bölümlerde Türkiye’de risk sermayesinin gelişim sürecine ve dolayısıyla girişimciliğe ve KOBİ’lere faydalı olan kuruluşları inceleyeceğiz.

5.4.1. Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA)

Devlet küçük ve orta ölçekli girişimcilere destek sağlamak amacıyla 5.1.1988 tarihli bir genelge ile İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu kurmuştur. TDA ile risk sermayesi sisteminin kurulması bu kurulun faaliyetleri arasında idi.

⁸⁹ Kaya, s.83

⁹⁰ Ertuğrul Aydın, ‘Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Türkiye’de Bir Uygulama Modeli Önerisi’, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara 1994, s.101

⁹¹ Ertuğrul Aydın, s.109-110

Küçük girişimciye teknik, idari, yönetsel vb. konularda destek vermeyi amaçlayan TDA %100 hissesi İş Vakfı'na ait bir ticari şirket olarak kurulmuştur. Kamu ve özel sektöre ait kuruluşlar ve şahıslar tarafından 1986 yılında kurulan İş Vakfı'nın amacı ise istihdamı geliştirmeye yönelik araçları araştırıp, pilot uygulamalarını yaparak benimsenmesini sağlamaktır. TDA'nın sağlamayı planladığı destekler aşağıdaki şekilde belirtilmiştir.⁹²

- Parasal Destek
- Pazar Araştırma Desteği
- Pazar Güvencesi Desteği
- Eğitim Desteği
- İşyeri Temin Desteği
- Uzman Personel Desteği
- Teknik Destek
- Doğrudan Destek
- Anlaşmalı Destek
- Tavsiye Yolu ile Destek

TDA, aşağıdaki konularda kendi işini kuranlara tercihli olarak destek vermektedir.⁹³

- Küçük Eğitim Firmaları Kurulması,
- Küçük Yazılım (Software) Firmaları Kurulması,
- Teşebbüsü Destekleme Firması Kurulması,
- Proje Ofisi Firmaları Kurulması,
- Enerji Tasarrufu Sağlayıcı Projelerin Teşviki,
- İstihdam Rehberliği Firması Kurulması

5.4.2. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB)

Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından hazırlanan ve Türkiye Büyük Millet Meclisi'nce 12.4.1990 tarihinde kabul edilen 3624 sayılı KOSGEB'in Kurulması Hakkında Kanun ile ülkenin ekonomik ve sosyal ihtiyaçlarının karşılanmasında KOBİ'lerin payını arttırmak,

⁹² Zaimoğlu, s.293-294

⁹³ Fettahoğlu, s.48

rekabet güçlerini ve düzeylerini yükseltmek ve sanayideki entegrasyonun ekonomik gelişmelere uygun bir şekilde gerçekleştirilmesi amaçlanmıştır.⁹⁴ KOSGEB'in hedefleri arasında kuruluş aşamasından üretime, üretimden pazarlamaya kadar hemen her türlü konuda sanayi hizmetlerini çok yönlü vermek yer almaktadır. KOSGEB bu amaç ve faaliyetlerine ulaşabilmek için de aşağıda belirtilen hizmet merkezlerini oluşturmaktadır.⁹⁵

- Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezleri
- İhtisas Merkezleri
- Test ve Analiz laboratuvarları
- Ortak Kolaylık Atölyeleri
- Teknoloji Geliştirme Merkezleri/Teknoparklar
- Pazar Araştırma Merkezleri
- Bilgi İletişim Merkezleri
- Yatırım Yönlendirme Merkezleri
- Uygulamalı Eğitim Merkezleri
- İrtibat Mühendislikleri

Hizmete sokulacak bu merkezlerin sanayiye getireceği yararlar şöyle sıralanmaktadır:

- Müteşebbisliğin desteklenmesi ve teşvik edilmesiyle teşebbüs sayısı artacak,
- Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin küçük sanayi kesiminde önemi artacak ve bu yolda gelişmeler kaydedilecek,
- Çeşitli alanlarda kendi teknolojimizi üretme imkanı doğacak,
- Küçük, orta ve büyük sanayi ilişkilerindeki bağ kuvvetlenecek,
- İstihdama daha yüksek oranda katkı sağlanacak,
- Üretim artışı, üretim maliyetlerinde düşme ve Pazar imkanları artacak,
- Atıl kapasite değerlendirilerek, verimlilik oranı yükselecek,
- Nitelikli insan gücü çoğalacak
- Sermaye birikimi sağlanarak, borsa faaliyetlerine dolayısıyla ekonomiye canlılık gelecektir.

⁹⁴ Ertuğrul Aydın, s.123

⁹⁵ Hilmi Atilla, 'KOSGEB ve Beklentilerimiz', **İSO Dergisi**, Sayı: 308 (1991), s.17-19

5.4.3. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)

1990 yılında Dünya Bankası ile birlikte hazırlanan Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde, ileri teknoloji içeren yeni yatırımların finansmanı amacıyla bir risk sermayesi şirketinin kurulması gündeme gelmiş ve bu projenin bir parçası olarak 1991 yılında Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) kurulmuş, Türk Standartları Enstitüsü'nün (TSE), meteoroloji hizmetlerinin ve sanayinin teknolojik araştırma geliştirme faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla da 100 milyon USD tutarında kredi sağlanmıştır.⁹⁶

Türkiye Cumhuriyeti ile Dünya Bankası arasında imzalanan ikraz anlaşması kapsamında kamu ve özel sektör işbirliğiyle 1.6.1991 tarihinde kurulan TTGV'nin kuruluş senedi ile belirlenen amaçları şunlardır:⁹⁷

- a. Ülkemizin bilimsel ve teknolojik altyapısını güçlendirmek.
- b. Türk sanayi kuruluşlarının araştırma ve geliştirme faaliyetlerine yatırım yapmasını teşvik etmek ve desteklemek.
- c. Ülkemizin uluslar arası pazarlardaki rekabet gücünü artıma potansiyeli taşıyan öncelikli bilimsel ve teknolojik araştırma ve geliştirme alanlarını tespit etmek, izlemek ve bu alanlardaki çalışmaları teşvik etmek.
- d. Özel Sektör – Üniversite – Kamu Kuruluşları arasındaki bağları güçlendirmek.

Vakfın, bu amaçlar doğrultusunda yapacağı faaliyetleri ise şu şekilde özetlenebilir:

1- Teknoloji Geliştirme Projeleri: Sonuçları itibariyle endüstriyel uygulama veya ticari pazar potansiyeli olacak, araştırma ve geliştirme aşamalarıyla birlikte teknolojik bir yenilik yada gelişmeyi içeren projelerdir.

2- Alt Sektör Odak Projeleri: Araştırma ve teknoloji geliştirme faaliyetlerinde en yüksek kazancı sağlayacak stratejik odak konularını belirleyecek projelerdir.

⁹⁶ Devlet Planlama Teşkilatı, **1992 Yılı Programı**, s.363

⁹⁷ TTGV Tanıtım Seti, s.1

3- Uluslar arası Ortak Girişimler: Özellikle uluslar arası boyutta Türk ekonomisine katkıda bulunacak, proje yaklaşımına uygun olmayabilen girişimlerdir.

Vakıf, hangi alanlardaki teknolojik ve stratejik odak projelerinin destekleneceği ve bu alanlarda önerilen projelerin hangilerinin ne ölçüde destekleneceği konularında alacağı kararlara yardımcı olmak amacıyla; üniversite, kamu araştırma veya uygulama kuruluşları ve/veya özel kuruluşların mensuplarından oluşacak şekilde komiteler kurar. Yılda belirli aralıklarla basında yer alan ilanlarla duyurulan proje destek dönemlerinde vakfa sunulan proje önerileri ilgili alan komitelerine aktarılır ve projeler belirli kriterlere belirli yüzdeler verilerek değerlendirilir. Alan komitesi başkanından komite üyelerinin değerlendirme sonuçlarını alan vakıf yönetim kurulu, desteklenmesine karar verilen projelerin yürütücü ortakları ve proje yürütücüsü arasında sözleşme imzalar, vakıfça desteklenmesine karar verilen her proje bilimsel, teknolojik, idari, mali ve hukuki yönlerden vakıf yetkilileri tarafından izlenir.

5.4.4. Türkiye Halk Bankası (HALKBANK)

Türkiye Halk Bankası, kuruluş amacının bir gereği olarak kaynaklarının büyük bir bölümünü KOBİ'lere finansal destek şeklinde vermektedir. Çünkü bu kurum, KOBİ'lerin örgütlenmesine yardımcı olmak, kredi gereksinimlerini karşılamak, eğitimlerine yardımcı olmak, pazarlama çalışmalarına katkıda bulunmak, küçük sanayi fonunun dağıtılmasına aracılık etmek, gelişmesini ve büyük sanayiye geçişini teminen danışmanlık hizmeti yapmak, proje ve teknik bilgi akışıyla desteklemekle görevlendirilmiştir. Her ne kadar Halkbank'ın görevleri arasında KOBİ'lerin gereksinimlerini karşılamak üzere bu işletmelere katılma yer alıyorsa da, banka faaliyetlerini daha çok kredilendirme alanında yoğunlaştırmıştır.⁹⁸

T: Halk Bankası, kredilerini 'İhtisas Kredileri' ve 'Ticari Krediler' şeklinde vermektedir. Bu krediler, kooperatif kredileri, sermaye kredileri ve fon kredileri olmak üzere üç şekilde verilmektedir. Ticari krediler, ağırlıklı olarak dış satım işletmeleri ile sınai ve ticari işletmelerin kısa süreli finansman gereksinimlerini karşılayan işletmelerdir. İhtisas kredileri içinde yer alan kooperatif kredileri esnaf ve sanatkarlara, ağırlıklı olarak esnaf ve kefalet kooperatifleri ile kullanılan kredilerdir. İhtisas kredileri arasında yer alan sanayi kredileri küçük sanayinin büyümesini sağlamak üzere verilmektedir. Yine ihtisas kredileri arasında yer

⁹⁸ Canbaş, s.11-20

alan fon kredileri ise bakanlık ve dış kaynaklı fonlardan oluşmakta ve küçük sanayi sitelerinin yapımında kullanılmıştır.⁹⁹

Özellikle ileri teknoloji temelinde geliştirilmiş bir yöntem olan risk sermayesi olayında yatırım yapılacak proje veya firmaların teknik açıdan seçimi ayrı bir uzmanlık alanı gerektirmektedir. Ayrıca, firmalara verilecek profesyonel yönetim desteği de başlı başına bir uzmanlık işidir. Ancak, Halkbank'ın KOBİ'lerle olan mevcut ilişkiler ağını kullanarak yatırımların izlenmesi ve kontrolü faaliyetlerinde belli görevler üstlenmesi mümkün olabilir.¹⁰⁰

5.4.5. Türkiye Kalkınma Bankası

TKB, işçi şirketlerinin rehabilitasyonu programı ile hemen hemen tamamı küçük ve orta büyüklükteki işletme olan işçi şirketlerinde yaşanan sıkıntıları iyi bilen ve bu firmaların rehabilitasyonu sürecinde risk sermayedarı gibi yönetim kurulundaki elemanı ile gelişmeleri kontrol edebilen; gerektiğinde yönetici ve uzman ihtiyacını karşılamada firmalara yardım edebilen ve bazen yönetime el koymaya kadar giden rehabilitasyon önlemlerini kullanabilen bir kuruluştur. Ayrıca sektör araştırmaları konusunda da önemli bir birikime sahiptir. Yukarıda sayılan özellikleri nedeniyle, TKB, risk sermayesi sektörünün bilgi bankası olma, potansiyel yatırımcı ve müteşebbisleri bilgilendirme, gerektiğinde risk sermayesi şirketlerinin teknik ve idari konularda uzman ihtiyacını karşılama, yapacağı yayınlar ile risk sermayesi şirketleri arasında iletişim sağlama gibi fonksiyonları üstlenme kapasitesine sahiptir.¹⁰¹

TKB'nin görevleri arasında yer alan; girişimcilere orta ve uzun vadeli yatırım kredisi vermek ve/veya kuruluşa hisse senedi almak yoluyla iştirak etmek ve bu hisselerini ileride satarak sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak, bizce TKB'nin risk sermayesinin gelişmesine doğrudan katkıda bulunacağını göstermektedir. TKB'nin proje değerlendirme konusundaki birikimi ise, girişimcilere iş planı hazırlama konusunda destek sağlama şeklinde değerlendirilebilir.¹⁰²

⁹⁹ Fettahoğlu, s.48-49

¹⁰⁰ Zaimoğlu, s.298-299

¹⁰¹ Nurhan Kaur, 'Risk Sermayesi ve Türkiye'ye Getirilmesi', TKB, Uzmanlık Tezi, Ankara 1991, s.78-79

¹⁰² H.Tahsin Emek, 'Kalkınma ve Yatırım Bankacılığı', Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi, TKB, Ankara, Eylül 1991, s.2

5.4.6. Diğer Bankalar ve Kuruluşlar

Ülkemizde KOBİ'lere genel olarak kamu kaynaklarından finansal destek sağlanmaktadır. Ancak bunun yanında Sınai Yatırım ve Kredi Bankası gibi ülkemiz üretici sektörüne orta ve uzun süreli yatırım ve işletme kredisi veren kuruluştaki, yurtdışından temin ettiği kredilerle KOBİ'lere finansal destek sağlamaktadır. Dünya Bankası'ndan sağladığı kredileri 'Küçük ve Orta Sanayi Kredisi' olarak kullandırmayı öngörmektedir. Bu, küçük ve orta çapta sanayi ve turizm projelerine verilecek uzun süreli bir yatırım kredisidir. Burada proje sözcüğü, yeni yatırımları ve dengeleme, modernizasyon, entegrasyon ve ikame yatırımlarını içermektedir.¹⁰³

Ayrıca Türkiye Sınai Kalkınma Bankası da (TSKB) mali yardımlarda bulunmaktadır. Besicilikle ilgili işlemlerde Ziraat Bankası devreye girmektedir.¹⁰⁴ Diğer taraftan Sanayi ve Ticaret Bakanlığı Küçük sanatlar, Sanayi Bölgeleri ve Siteler Genel Müdürlüğü, Bağkur, Esnaf Sanatkarlar Derneği Birlikleri Federasyonları ve Konfederasyonu, Milli Prodüktivite Merkezi ve Ticaret ve Sanayi Odaları da eğitim, yönlendirme ve danışmanlık hizmetleri ile dolaylı da olsa çok sınırlı bir finansal destek sağlamaktadır.¹⁰⁵

5.4.7. Teknoparklar/Teknoloji Geliştirme Merkezleri

Teknoparklar, ülkemizde risk sermayesi finansman modelinin altyapısını oluşturmaya yönelik uygulamalardan birisidir. Sanayileşmiş ülkelerde 1900'lü yılların ikinci yarısında kendilerini gösteren teknoparklar; yeni ürün ve teknolojilerin, üniversite kaynaklarından yararlanılarak geliştirilmesi ve ticari hayata geçirilmesi amacıyla kurulmuş şirketlerdir. En önemli fonksiyonu sanayici ile üniversite arasındaki iletişimi ve işbirliğini her şeyden önce fiziksel uzaklık engelini ortadan kaldırmak suretiyle kolaylaştırmak olan teknoparkların, bazı uygulama örnekleri ile sanayinin bilimden ve üniversitenin de teknolojiden daha verimli ve daha hızlı şekilde yararlanmak suretiyle, uzun vadede önce yerel ve sonra ülkenin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunabildiği kanıtlanmış bir gerçektir.¹⁰⁶

Türkiye'de risk sermayesinin esas hedefi olan yenilikçi ve ileri teknoloji üretecek girişimlerin desteklenmesi konusunda Ağustos 1997'de önemli bir adım atılmış ve ODTÜ

¹⁰³ Oğuz Alpugan, **Küçük İşletmeler Kavramı, Kuruluşu ve Yönetimi**, Trabzon, 1988, s.271-281

¹⁰⁴ Aydın, s.127

¹⁰⁵ Fettahoğlu, s.47

¹⁰⁶ Aydın, s.115

Geliştirme Vakfı kuruluşu olan Enerji Bilgisayar ve İnşaat (EBİ) A.Ş. bünyesinde teknopark direktörlüğü oluşturulmuş ve amacı şu şekilde belirtilmiştir: ‘Teknopark, üniversite denetiminde olmak üzere A.Ş. statüsünden yararlanarak ODTÜ kontrolündeki kaynak ve imkanların genişletilmesi ve böylece üniversitenin faaliyet hacmi ve etkinliğinin artırılması amacıyla yöneliktir.’ ODTÜ Teknoparkı, bu amacına belli başlı 3 fonksiyonu aracılığıyla erişmeye çalışacaktır.¹⁰⁷

1- İş ve Yenilik Merkezi Fonksiyonu İle, tercihen yeni teknoloji mamullerinin üretimi konusunda faaliyete geçmek isteyen küçük ve orta büyüklükte fakat büyüme potansiyeli gösteren firma ve müteşebbis ekipleri belirlemek, değerlendirmek, seçilen firma ve ekiplere risk sermayesi dahil tam destek vermek ve böylece kurulacak ortaklıklara üniversitenin vakıf aracılığıyla katılımını sağlamak ve netice olarak hem üniversite gelirlerinin çoğalmasına ve hem de ülke ekonomisinin gelişmesine katkıda bulunmak.

2- Bilim ve Teknoloji Parkı Fonksiyonu ile üniversite sanayi işbirliğini, özellikle araştırma geliştirme alanında pekiştirmek üzere, sanayi mensuplarının üniversite mensupları ile kampüse yakın vakıf arazisi üzerinde kurulacak tesislerde birlikte çalışabilecekleri bir sistemin geliştirilmesi, gerekli fonların sağlanması ve sistemin kurulması yönünde çalışmak.

3- Üniversite-Sanayi Köprüsü Fonksiyonu ile A.Ş. statüsü avantajlarından yararlanarak üniversitenin mevcut döner sermaye ve uygulamalı araştırma merkezleri sistemini tamamlayıcı ve destekleyici şekilde, üniversitenin araştırma, eğitim test ve benzeri hizmet gelirlerinin çoğalmasına çalışmak.

ODTÜ Teknoparkının kurulmasından sonra İzmir’de de Ege Üniversitesi ve İzmirli sanayicilerin de katılımı ile İzmir Teknopark A.Ş. kurulmuştur. Kuruluş sözleşmesinde şirketin amaç ve konusu şöyle belirtilmiştir:¹⁰⁸ Şirketin amacı, ulusal sanayimizi bir an önce gelişmiş ülkeler düzeyine çıkararak ona uluslar arası pazarlarda rekabet gücü kazandırmak yolunda, bilimsel bilgiyi uygulamaya dönüştürerek teknolojinin hizmetine sunabilmek için üniversiteler ile sanayi arasında işbirliğini etkin bir şekilde gerçekleştirecek olan ve kısaca Teknopark olarak anılacak bir teknoloji sitesi kurmak ve işletmektir.

¹⁰⁷ Aydın, s.116

¹⁰⁸ Aydın, s.117

5.5. Sermaye Piyasasından Yararlanma Açısından KOBİ'ler

KOBİ'lerin finansmanında, sermaye piyasasından fon temini bir seçenek oluşturmaktadır. Bu amaçla sermaye piyasasında yaratılan kaynakların kimler tarafından kullanıldığına bakıldığında; 1982 ve 1989 yılları arasında yaratılan 44 trilyon TL'lik kaynağın %90'ının devlet tahvili ve hazine bonosu kanalıyla kamu kesimi tarafından kullanıldığı anlaşılmaktadır.

Bu dönemde özel sektörün kullandığı fonlar %10 olup, bununda içinde bazı kamuya ait kuruluşlar bulunmaktadır. Söz konusu dönemde ağırlık olarak hisse senedi ihraç edilmiştir. Böylece kaynakların yalnız %8.4'ünü oluşturan 3.7 trilyon TL'lik bir kısım şirketlerin kullanımına sunulabilmiştir.

Görünen odur ki; sermaye piyasası zaten halihazırda mali sistem içinde küçük bir paya sahiptir. Şirketlerin banka kredilerine oranla menkul kıymet ihraçlarının payı çok düşüktür. Araştırmalar göstermektedir ki;¹⁰⁹ az sayıda şirket, zaten kamunun kullanımından sonra kalan düşük miktarlardaki fonların kullanımında yoğunlaşmaktadırlar. Bu kaynakların yarısını ülkenin büyük holding gruplarından 12'si kullanmaktadır. İkinci bir husus toplam ihraçların 1/5'ini 4 kamu kuruluşunun gerçekleştirmesidir. Toplamda fonların %80'ini bu 4 kamu kuruluşu ve 12 holding kullanmaktadır. Bu veriler ışığında küçük firmaların kullandıkları kaynakların toplam fonlar içindeki oranının çok düşük olduğu ortaya çıkmaktadır.

¹⁰⁹ Abdullah Akyüz ve Selen Derin, 1982-89 Döneminde Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynakların Kullanımı Üzerine Gözlemler, **SPK Araştırma Raporu**, Ankara, 1990, s.33-35

BÖLÜM VI

TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ

Yurdumuzda yaygın biçimde geçerli olan bir değerlendirme de, girişimcilik ile para sahibi olmanın eş anlamlı olduğudur. Girişimcilik için para sahibi olmak gerekli ve yeterli tek şart olarak görülmektedir. Sonuçta bir işletme kurabilmek için gerekli parasal imkana sahip olan kişi kendini girişimci olarak görmekte, bir yatırıma girişmekte, fakat sonuç çoğunlukla başarısız olmaktadır. Yeterli maddi kaynağa sahip olmayıp girişimcilik niteliklerine sahip olanlara fon aktaran bir sistem kurulmalıdır. Ancak bu şekilde tasarrufların yatırımlara dönüştürülmesi en etkin biçimde gerçekleştirilebilir. Aksi takdirde kaynak israfı kaçınılmaz olur.¹¹⁰

Gümrük duvarlarıyla dış rekabete kapalı bir piyasada para kazanmak, ancak geçici bir süre için gerekçelendirilebilir. Piyasa yerine devletten kazanmanın ise, hakiki girişimcilikte yeri yoktur. Bu anlamda gerçek girişimci, ekonomik değerlerin yaratılmasındaki en önemli üretim faktörüdür. Girişimci, bir projektör gibi sürekli olarak piyasaları gözleyip talep boşluklarını yakalayan, yeni talepler yaratan, talepteki değişimleri zamanında fark ederek gerekli uyumu sağlayan, kaynakları toplayıp yatırımları gerçekleştiren, rekabetten kaçmayan, tam tersine rekabeti varlığın temel şartlarından biri olarak kabul eden, riske girmekten ve sorumluluk üstlenmekten çekinmeyen, atak ve yaratıcı kişiler olarak algılanmalıdır. Ülkemizde bu özellikleri kişiliğinde bütünleştirmiş küçüklü büyüklü çok sayıda gerçek girişimci vardır. Bu girişimcilerimiz sessiz sedasız önemli başarılar elde etmektedirler. Bir dağ köyü olan Niksar’ın Başçıftlık Kasabası’nda Belediye Başkanı İhsan Şen’in başlattığı halıcılık olayı bugün önemli aşamalara ulaşmıştır. Bu müteşebbis ruhlu insanın 1970’li yılların ortalarında başlattığı halıcılık olayının 1987 bilançosu 6 milyon dolarlık halı ihracatı olmuştur.¹¹¹

Bu ihracat rakamı ile 5000 nüfuslu Başçıftlık Köyü’ndeki kişi başına düşen ihracat 1200 doları bulmaktadır. Bu değer Türkiye’de kişi başına düşen ihracat değerinin üzerindedir. Seul Olimpiyatları’nda atıcılık yarışmalarında bir Norveçli yarışmacı Beyşehir’in Huğlu

¹¹⁰ Müftüoğlu, s.5

¹¹¹ Müftüoğlu, s.6

Kasabası'nda imal edilen tüfeği kullanmıştır. Denizli'nin yine 5000 nüfuslu dağ kasabası Babadağ'da kurulu Bezsan firması, evlerde kurulu 4-5 iptidai dokuma tezgahından doğmuştur. Bezsan bugün üretiminin tamamını İngiltere'ye ihraç etmektedir. Bu örnekleri daha yüzlerce firma ile genişletebiliriz. Sonuç olarak işletmelerimizin geldiği yer, birçok aksaklıkların mevcut olmasına rağmen, özellikle Türk toplumunun tarihi ve sosyolojik gerçekleri dikkate alındığında, başarılı olarak değerlendirilmesi gereken bir seviyedir.¹¹²

6.1. Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Türkiye'de Risk Sermayesinin Gelişim Süreci

Türkiye'de risk sermayesinin gelişim sürecini incelerken öncelikle risk sermayesi finansının gerekliliğini yaratan koşullara değinmek gerekmektedir. Ülkemizde eksikliği çekilen üretim faktörlerinin başında sermaye gelmektedir. Genel olarak sermaye yetersizliği denildiğinde, yatırımların yapılması için gerekli olan kaynağın elverişli koşullarda bulunmaması anlaşılmaktadır. Büyümenin ve gelişmenin bir gereği de riskli yatırımların yapılmasıdır. Riskli yatırımların finansında kullanılan uygun sermaye öz sermayedir. Öz sermayenin yetersiz ve bu sermayenin temin edilme olanaklarının kısıtlı olması, yeni finans yollarının araştırılıp bulunmasını zorunlu bir duruma getirmiştir. Her ülkenin kendi toplumsal ve ekonomik koşullarından kaynaklanan farklı sorunları bulunmaktadır. Türkiye'nin bu durumları göz önüne alınarak risk sermayesi sektörü oluşturulabilir.¹¹³

Ekonomide 24 Ocak 1980 Kararları ve bundan sonra uygulanan politikalar ve bu politikaların sonuçları Türkiye'de finans kesimini büyük ölçüde etkilemiştir. Bu arada, devletin para ve sermaye piyasalarındaki araçları sıkça ve yoğun bir şekilde kullanması anlamında kalabalıklaşma (crowding-out) özellikle 1984'ten sonra ekonomik yapıya yerleşmiş bir olgudur. Reel faiz politikası, ilk yıllardaki gibi mevduat artışları sağlayamamış, 1984'ten itibaren artan iç borçlar, bankalardaki kaynakların büyük ölçüde kamu kesimine aktarılmasına yol açmıştır. Bu nedenle, kredi faizleri enflasyon ve mevduat faizlerinin çok üstünde seyretmiş ve Türkiye'de kamu kesiminin bütün mali kaynakları emdiği bir süreç başlamıştır.¹¹⁴

¹¹² Müftüoğlu, s.7

¹¹³ Fettahoğlu, s.45

¹¹⁴ Kaya, s.76-77

Bütçe açıklarının iç borçlanma yoluyla kapatılmak istenmesi; bankaları riski düşük, getirisi yüksek kamuya ait menkul kıymetlere yönelmiş böylece konvansiyonel finansmanın sınırları (kredi miktarı) daralmıştır. Bu dönemde, özel kesimin kaynak sıkıntısı çekmesi, özel yatırımların düşmesi ve faizlerin aşağı çekilmemesinin nedeni iç borçlanmanın yüksek olmasıdır.¹¹⁵

Kısaca, devletin kaynak talebinin ekonominin kaynaklarının çok büyük bir kısmını yutması sonucunda hem enflasyon hem de faizler düşmemiş hatta yükselmiştir. Yüksek enflasyonun nominal faizleri yükselteceği açıktır. Ancak, devletin finans kesiminde yarattığı kalabalıklaşma enflasyondan bağımsız olarak faizleri yüksek tutmaktadır. Mevduat faizleri ve kredi faizleri arasında farkın açılmasında, diğer bir deyişle fon aktarma maliyetinin banka kesiminde bu denli yüksek olmasında da devletin bankalara sattığı devlet tahvillerinin, munzam karşılıklarının ve devletin topladığı diğer vergi ve fonların rolü vardır.¹¹⁶

Türkiye’de finans kesiminin önemli sorunlarından biri de sermaye piyasalarının az gelişmişliği olup, bunun en önemli nedeni arz edilen menkul kıymetlerin yetersizliğidir. Nitekim, Hisse Senedi Stoku/Gayri Safi Milli Hasıla oranı ABD’de %65, İngiltere’de %52, Kore’de %6 ve Brezilya’da %4 iken, Türkiye’de %2 gibi düşük bir düzeydedir.¹¹⁷

Devletin aşırı borçlanma ihtiyacı neticesinde fonksiyonu ekonomiyi ve işletmeleri finanse etmek olan bankacılık sistemi yerine devletin kamu açıklarını finanse eden bir bankacılık sistemi oluşmuştur. Bunun sonucu olarak da bankacılık sektörü, uyguladığı kar ve faiz politikalarıyla, mevduat toplamak yerine yurtdışından kaynak bulma yoluna gitmiş ve 1994 yılı başı itibarıyla açık pozisyonları yaklaşık 6.5 milyar USD’i bulmuştur. Giderek artan kamu açıkları ve bu açıkların finanse edilmesindeki yöntem, yani açıkların Merkez Bankası kaynakları kullanılıp karşılıksız emisyonla gidilmesi suretiyle kapatılmak istenmesi nedeniyle bir likidite fazlası oluşmuş, bu fazlalık bankaların açık pozisyon kapatma istekleri nedeniyle dövizde kaymış ve 1994 yılı başında ekonomide yeni bir kriz yaşanarak, hükümeti 5 Nisan Kararları olarak nitelendiren yeni bir dizi kararlar alma yoluna götürmüştür.¹¹⁸

¹¹⁵ Kaya, s.77

¹¹⁶ Kaya, s.78

¹¹⁷ Kaya, s.79

¹¹⁸ Aydın, s.101

6.1.1. Türkiye’de Risk Sermayesinin Altyapısı ve İlk Girişimler

Türkiye’de risk sermayesi finansman modelinin ilk adımları küçük ve orta boy işletmeleri desteklemek amacıyla atılmıştır. Diğer ülkelerde olduğu gibi ülkemizde de KOBİ’lerin ülke ekonomisinde önemli yeri vardır. Türkiye’deki toplam işletme sayısının %99’unu oluşturan küçük ve orta boy işletmeler toplam istihdamın %53’ünü, toplam katma değer de %38’ini oluşturmaktadır. Görüldüğü gibi Türkiye’de küçük ve orta boy işletmeler, işyeri sayısı ve istihdam açısından önemli bir ağırlığa sahiptir.¹¹⁹

Küçük ve orta boy işletmeler ülkemizde istihdam sağlama ve katma değer yaratmanın yanında sanayinin gelişmesi, vergi gelirlerinin ve ihracatın artması, yeni teknolojilerin ülkeye kazandırılmasında ekonominin lokomotif konumundadırlar. KOBİ’ler ülke ekonomisindeki bu önemli rollerine rağmen finansman ve yönetim sıkıntısı çekmektedirler. Çünkü konvansiyonel banka sisteminde kredilerin kendisini ispatlamış, büyük işletmelere yöneldiği, dolayısıyla yeni girişimciler tarafından kurulan küçük işletmelerin banka kredilerinden faydalanamadıkları görülmektedir. Nitekim Türkiye’de mevcut olan Mc. Millan Gap fenomeni nedeniyle küçük ve orta boy işletmelerin kredi pastasından aldığı pay %5 ile %8 arasındadır.¹²⁰

Türkiye’de KOBİ’lere finansal destek sağlamaya yönelik risk sermaye sisteminin ilk adımını oluşturan çalışma 1984 yılında kurulan Gelişme ve Destekleme Fonu’dur. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi’nce işlemleri yürütülen bu fonun araştırma ve geliştirme çalışmalarının ihracat alanlarına yöneltilmesinde, bilim ve teknoloji dalında geliştirilen yeni fikir ve buluşların ekonomiye aktarılmasını sağlayıcı projelerin desteklenmesinde kullanılması amaçlanmıştır. Daha sonra bunu Teşebbüs Destekleme Ajansı’nın kurulması izlemiştir.¹²¹

Teşebbüs Destekleme Ajansı 1986 yılında Devlet Bakanlığı tarafından İş Vakfı’na bağlı olarak yeni teknolojiler geliştirme üretim ve pazarlama yapmak isteyen küçük işletmeleri risk sermayesi finansman yöntemiyle teşvik etmek için kurulmuştur.

¹¹⁹ Esin Akbulut, ‘Kobilerin Kaynak İhtiyacı ve Sermaye Piyasasından Finansman Sağlama Yolları’, **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, sayı:12 (1995), s.21

¹²⁰ Sariaslan, s.12

¹²¹ Canbaş, s.71

Aslında T.D.A'nın kurulmasındaki amaç bir 'Risk Sermayesi Şirketi' olarak faaliyet göstermesidir. Planlamaya göre risk sermayesi şirketinin kaynakları kamu ve özel kesim bankalarından ve yabancı bankalardan sağlanacaktı. Kurulacak olan bu şirket sermayesinin %50'sine kadar finansman desteği sağlayacak ayrıca özelleştirme programı çerçevesinde gerçekleştirilecek halka açılmalardan pay alıp satarak, kendi mali yapısını güçlendirici faaliyetlerde bulunacaktı. Tamamen özel sektör çalışma prensipleri içerisinde faaliyet gösterecek olan risk sermayesi şirketinin hisselerinin %51'inin özel, %49'unun kamu kesiminde olması düşünülmekteydi. Ancak bankacılık sektörünün olaya soğuk bakmasından dolayı söz konusu proje hayata geçirilememiştir.¹²²

1988-89 döneminde T.D.A'nın risk sermayesi fonksiyonu yerine getiremediği görülmüş ve T.D.A.'nın faaliyetleri durdurulmuştur. Böylelikle Türkiye'de risk sermayesi sektörü bir süre duraklama yaşamıştır. 1992 yılında açıklanan ekonomik pakette risk sermayesi sektörünün kurulması ve geliştirilmesi hükümet programına alınmış ve bu pakette risk sermayesine özel bir yer verilmiştir.

12.04.1990 yılında TBMM tarafından kabul edilen 3624 sayılı kanun ile KOSGEB (Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı) kurulmuş, ülkemizin temel taşlarından olan KOBİ'lerin ekonomik ve sosyal ihtiyaçlarının karşılanması, rekabet güçlerinin artırılması, sanayi ile teknolojik entegrasyonun sağlanarak ekonomik gelişmelere uygun bir yapılanma amaçlanmıştır.

Ülkemizde risk sermayesi finansman modelinin altyapısının sağlanmasında KOSGEB'in önemli katkıları bulunmaktadır. KOSGEB KOBİ'lerin finansmanından AR-GE'ye, planlamadan, üretim ve pazarlamaya, bilgi iletişim ve yönetimden nitelikli işgücü sağlanmasına kadar çok yönlü olarak hizmet vermektedir.

1990 yılında Dünya Bankası ve Türk Hükümeti tarafından birlikte hazırlanan Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde, ileri teknoloji içeren yeni yatırımların finansmanı amacıyla bir risk sermayesi şirketi kurulması öngörülmüştür ve bu proje doğrultusunda 1991 yılında Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) kurulmuştur. Kurulması öngörülen risk

¹²² Hüseyin Karabulut, 'Risk Sermayesi Finansman Modeli', İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi), 2001, s.76

sermayesi fonuna 40-60 milyon dolarlık bir kaynak aktarılacak ve bu risk sermayesi fonunun profesyonel bir yönetime sahip özel bir şirket olarak kurulması planlanmıştır. Bu fonun kaynaklarının %35'ini Dünya Bankası, %25'ini özel sektör bankaları ve şirketleri, %15'ini IFC, %25'ini ise Yatırım Bankası sağlayacak ve oluşan fon uzun vadeli krediler için kullanılacaktır. Ancak planlanan fonun oluşumu gerçekleştirilememiştir.

1993 yılının Şubat ayında Halk Bankası'na Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından 500 milyarlık bir fonun risk sermayesi yatırımlarında kullanılmak üzere tahsis edileceği belirtilmiş ancak daha ileriki tarihlerde bu düşünce gerçekleşme aşamasına gelememiştir.¹²³

Ülkemizde risk sermayesinin gelişmesinde önemli rol oynayan diğer bir uygulama Teknoparklar'dır. Yeni ürün ve teknolojilerin üniversitelerin de katkısıyla geliştirilerek ticari hayata geçirilmesi, sanayi ile üniversitelerin bir araya gelmesinde önemli katkısı olan teknoparklar, ülkemizde risk sermayesinin gelişiminde çok önemli rol oynamışlardır. Ağustos 1987'de ODTÜ Geliştirme Vakfı kuruluşu olan Enerji Bilgisayar ve İnşaat A.Ş. bünyesinde Teknopark Direktörlüğü kurulmuştur. Bu teknopark ile üniversite sanayi arasında bir köprü kurarak yeni teknolojiler kullanılarak geliştirilmiş ürünler üretmek amaçlanmıştır. 1988 yılında ise Ege Üniversitesi ve İzmirli sanayicilerin katılımı ile İzmir Teknopark A.Ş. kurulmuştur. Bu teknoparklarda uluslararası piyasalarda ülkemizin rekabet gücünü arttıracak bilgiye dayalı teknolojilerin üretilmesi amaçlanmıştır.

İTÜ-KOSGEB arasında imzalanan işbirliği protokolü çerçevesinde 1992 yılında İTÜ Ayazağa Kampüsü'nde, İTÜ-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi kurulmuştur.

Ülkemizde ilk hayata geçirilen risk sermayesi kuruluşu 1996 yılında Vakıfbank tarafından kurulan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'dir. Vakıfbank'tan bağımsız yönetilen şirketin kayıtlı sermayesi trilyon TL., ödenmiş sermayesi ise 250 milyar TL'dir. Bu şirket 2000 yılında borsaya kote olmuştur.

Şirketin ilk yatırımı ODTÜ-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi'nde faaliyet gösteren Teknoplazma A.Ş.'dir. Fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama

¹²³ Zaimoğlu, s.298

reaktörünü Türkiye’de ilk kez tasarlamış ve üretmişlerdir. Vakıf Risk A.Ş. adı geçen şirketle yaptığı sözleşmede yazılı süre sonunda (5 yıl) hisseleri ya firmaya geri satarak ya da hisseleri borsaya kote ettirerek ortaklıktan ayrılacaktır.

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı’nın ikinci yatırımı da Ege Serbest Bölgesi’nde faaliyette bulunan İnnova Biyoteknoloji A.Ş.’dir. bir diğer yatırımı ise ODTÜ yerleşkesi içerisinde faaliyet gösteren Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.’dir. bu ortaklık ile Türkiye’nin ilk internet servis sağlayıcısı olan Tr.net faaliyete geçmiştir.

6.1.2. Türkiye’de Risk Sermayesi Sektörünün İçinde Bulunduğu Durum

Finansal sorunları diğer işletmelere göre daha farklı olan teknoloji geliştiren işletmelerde risk sermayesi önemli bir çözüm aracıdır. Risk sermayesinin öz kaynak benzeri bir finansman şekli olması bu tip firmalar için önemli avantajlar sağlamaktadır. Risk sermayesi banka kredilerinin aksine gayrimenkul ipoteklerini değil doğrudan projenin kendisini değerlendirmekte ve desteklemektedir. Böylece varlıkları yeterli olmayan fakat iyi bir yatırım yakalamış olan girişimcilerin de finanse edilmesi sağlanmış olmaktadır.

Risk sermayesi modeli ABD’de başarıyla uygulanarak Apple Computer, Intel, Federal Express gibi firmaların finanse edilmesini sağlamıştır. ABD’de uzun zamandır kullanılmakta olan risk sermayesi modeli ülkemizde yeni yeni tanınmaya başlamıştır.

Ancak ülkemizde ilk risk sermayesi tebliğinin yayınlandığı 1993 yılından günümüze sadece iki risk sermayesi yatırım ortaklığı kurulmuş ve az sayıda firmayı finanse etmiştir. Risk sermayesi ülkemizde çok yavaş gelişmektedir. Sektörün bu gelişme hızıyla teknoloji geliştiren firmaları yaygın olarak finanse etmesi dolayısıyla ülke kalkınması üzerinde etkili olması beklenmemelidir.

Teknoloji geliştiren işletmeler yaptıkları iş dolayısıyla ülkemiz kalkınmasında önemli rol oynayabilecek yapıya sahiptirler. Ancak bu tip işletmelerin yaygınlaştırılabilmesi için;

- Teknoloji geliştiren işletmelerin doğrudan desteklenmesi,
- Teknoloji geliştiren firmaları finanse eden risk sermayesi sektörünün desteklenmesi gerekmektedir.

Teknoloji geliştiren şişletmeler devlet desteklerine ihtiyaç duymaktadır. Çünkü; risk sermayesi bu tip firmaları genellikle büyüme aşamasında finanse etmektedir. Çekirdek ve başlangıç sermayesi aşamaları çok riskli olduğundan risk sermayesi riskin azaldığı büyüme aşamasını tercih etmektedir. Bu nedenle firmaların kuruluş aşamasında risk sermayesi aktif bir rol üstlenmemektedir. Çekirdek ve başlangıç sermayesi temininde devlet desteklerine ihtiyaç duyulmaktadır.

Teknoloji geliştiren şişletmeler için çekirdek ve başlangıç sermayeleri, büyüme amaçlı kullanılan sermaye ile karşılaştırıldığında oldukça küçük kalmaktadır. Çekirdek sermaye finansman aşamasında sermayenin tümü devlet tarafından hibe olarak verilse bile firmanın ileriki aşamalarda katma değer ve ödeyeceği vergi olarak ülke ekonomisine sağlayacağı faydalar çok daha büyük olacaktır.

Ülkemizde ekirdek ve başlangıç aşamalarında verilen devlet desteklerine bakıldığında KOSGEB ve TBTAK destekleri göze çarpmaktadır. Ancak bu kuruluşlar tarafından verilmesi taahhüt edilen miktarlar genellikle bütçe yetersizliği ve ağır bürokratik işlemler nedeniyle az sayıda firmaya ulaşabilmektedir.

Türkiye’de devlet desteği ile teknoloji geliştiren şişletmelerin ülke ekonomisine sağladıkları katkı ise oldukça büyüktür. Ülkemizde ilk kurulan teknoloji geliştirme merkezi olan İT-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi 1999 yılı sonuna kadar firmalara 2.3 milyon USD destek sağlamış ve bu firmalar 100 milyon USD katma değer oluşturmuşlardır.¹²⁴

Teknoloji geliştirme merkezlerinde desteklenen firmalardan Kardiosis firması geliştirdiği EKG cihazı ile ülkemizin yıllık ihtiyaının %50’sini karşılamaktadır. İnte Elektronik firması ODTÜ-TEKMER’de kurulmuş ve geliştirdiği elektronik kart şarjı bulma sistemi ile yıllık 5 milyon USD ciro yapmaktadır. Türkiye’de ilk kez tasarımı yapılan sanayi robotu da Altınay Elektronik tarafından İT-KOSGEB’de geliştirilmiştir.¹²⁵

¹²⁴ KOSGEB Teknoloji ve Ar-Ge Hizmetleri ve Kobi’lerin Teknolojik Gelişimi, **KOSGEB zel Sayısı**, Sayı: 1, (Nisan 2000), s.12

¹²⁵ KOSGEB, s.14

Ülkemizde teknik desteklerin (malzeme, makine, danışmanlık) dışında, desteklere pek sık rastlanmamaktadır. Ülkemizde teknoloji geliştiren işletmeler AR-GE sürecini tamamlayabilseler bile ellerindeki ilk örneği piyasaya çıkarmakta zorlanmaktadırlar. Devlet destekleri bu aşamada kesilmekte ve geri ödemeler yapılamamaktadır.

Risk sermayesinin bir firmayı finanse etmesi için AR-GE sürecinin tamamlanmış olması genellikle yetmemektedir. İlk denemelerin en azından piyasada nasıl bir tepki göreceğini anlamak risk sermayedarı için riski azaltmaktadır. Teknoloji geliştiren işletmelerin devlet tarafından desteklenmezse risk sermayesi firmalarını çekirdek sermaye aşamasında da firmaya destek vermeye zorlayacaktır. Ancak bu durum çok az sayıda firmanın finanse edilmesine neden olur. Bu az sayıdaki firmanın seçiminde belirleyici olan diğerlerine göre çok daha fazla bir kar beklentisine sahip olmaları olacaktır.

Aslında risk sermayesi için teknoloji geliştiren firmaların çoğunun sağlayabileceği karlılık yeterlidir. Fakat yüksek risk taşıyan çekirdek sermaye aşamasında ise bu firmaların çok azı bu riske katlanmaya değer karlılık vaat etmektedirler. Büyüme aşamasında risk sermayesi tarafından finanse edilebilecek firmaların çoğu çekirdek sermaye aşaması için yatırıma değer bulunmamaktadır. Gerçi bu aşamada çok büyük yatırımlar gerekmemekte fakat yine de yatırımın izlenmesi ve firmaya danışmanlık hizmeti sağlanması risk sermayedarı için zaman ve para kaybına neden olmaktadır. Firmalar çekirdek sermaye aşamasını devlet destekleri ile geçtikten sonra risk sermayesi devreye girebilecektir. Risk sermayesinin bu şekilde yaygınlaşması mümkündür. Bu tip az karlı firmalar bile ülke ekonomisine büyük yarar sağlayabileceklerdir.

Ülkemizde kurulan ikinci risk sermayesi şirketi de İş Girişim Sermayesidir. İş Bankası grubu içerisinde bir girişim sermayesi fonunun kurulması fikri ilk kez 1999 yılında gündeme gelmiş, hazırlık çalışmalarının ardından Haziran 2000 tarihinde İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. unvanlı bir şirket kurulması amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurulmuştur. Kuruluşunda Dünya Bankası'ndan da destek alan İş Girişim Sermayesi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 5 Ekim 2000 tarihli kararıyla girişim sermayesi faaliyetlerine başlamıştır. 2001 yılı ile birlikte kadro oluşumu tamamlanmış ve yatırım projeleri değerlendirilmeye başlanmıştır.¹²⁶

¹²⁶ www.isgirisim.com.tr

İş Girişim Sermayesi şirketini daha ayrıntılı olarak ele alıp bu sektörde yatırım yaparken nelere dikkat ettiklerini, işleyiş prensiplerini, beklentilerini ve kendisinden beklenenleri ayrıntılı bir şekilde anlatacağız.

Öncelikle yatırım stratejilerini inceleyerek işe başlayabiliriz;

Yüksek büyüme potansiyeli olan sektörlerde faaliyet gösteren, personel kalitesi, teknik kapasite ve sahip olduğu ürün ve hizmetler ile rakiplerine göre avantaj sağlayabilen şirketler girişim sermayesi için cazip yatırım fırsatları sunmaktadır.

İş Girişim Sermayesi'nin yapacağı yatırımlarda öncelikli sektör tercihi bulunmamakla birlikte; kimyasal maddeler, dayanıklı ve dayanıklı olmayan tüketim malları, enerji, sağlık, perakende, gıda, teknoloji, telekomünikasyon, medya ve lojistik gibi sektörlerde faaliyet gösteren yeni veya büyük pazar yaratabilme potansiyeline sahip şirketlere yatırım yapılması öngörülmektedir.

İş Girişim Sermayesi'nin portföy yönetim tarzı, yatırım yaptığı şirketlerin günlük işlerine ve yönetimine karışmak değil; sahip olacağı bazı haklar ve tecrübesi sayesinde bu şirketlere yaşam eğrilerinin her aşamasında yol gösterici rol oynayarak büyümelerini sağlayabilmektir.

Ne şekilde yatırım yaparlar, nelere dikkat ederler;

- 1- Yatırım yapabilecek potansiyeldeki şirketlerden ilk aşamada bir yönetici özeti talep eder.
- 2- Yönetici özetinin incelenmesinin ardından şirkete yatırım yapılması gündeme gelirse şirketten detaylı bir iş planı ve finansal veriler istenir.
- 3- İş planı ve finansal verilerin incelenmesi ve şirket ile ilgili bir değerlendirme çalışmasının yapılmasını takiben, taraflar arasında mutabakata varılması durumunda bir niyet mektubu imzalanır.
- 4- Niyet mektubunun ardından finansal ve hukuki durum tespit çalışmaları yapılır.

5- Durum tespit çalışmalarının tamamlanmasını takiben taraflar arasında ortaklık sözleşmesi yapılır.

İş Girişim Sermayesi, prensip olarak tek bir şirkete toplam fon miktarının en fazla %10 ila 15'ini yatırabilecek olup, yatırım miktarı kısa, orta ve uzun vadeli stratejilerin ışığında belirlenmektedir.

Yatırım yapılacak şirketin finansman ihtiyacı İş Girişim Sermayesi'nin yatırabileceği miktarın üzerinde ise ortak yatırımcılar bulunarak projeye yatırım yapılabilir.

Genellikle yatırım yaptığı şirketlerde azınlık hissedar olmayı hedefleyen ve günlük yönetimde aktif rol almayı tercih etmeyen İş Girişim Sermayesi, yatırım yapılan şirketin Yönetim Kurulu'nda temsil edilmekte ve alınacak bazı finansal ve stratejik kararlarda oybirliği şartı aranmaktadır.

Yatırımlarından genelde 2 ila 5 yıl arasında çıkmayı planlayan İş Girişim Sermayesi, çıkış sırasında halka arz, stratejik satış yada mevcut ortaklara geri satış yöntemlerini kullanmaktadır.

Adaylarda aranan özellikler ise;

Girişim sermayesi şirketleri genellikle büyüme potansiyeline sahip şirketlere yatırım yapmaktadırlar. Bu bağlamda, herhangi bir şirketin girişim sermayesi şirketleri için bir yatırım alternatifi olabilmesi aşağıda sıralanan niteliklere sahip olması durumunda mümkün olacaktır:

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

2-Para: Aktarılan fon, şirketin satış ve karlılık performansını iyileştirerek değerini artırmaya yönelik olmalıdır.

3-Pazar Potansiyeli: Yatırım yapılacak şirketin ürün ya da hizmetlerinin hitap ettiği pazar, şirketin istenilen büyüklüğe ulaşabilmesine olanak verecek seviyede olmalıdır.

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

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

6-Pazar Odaklı Olma: Hedef pazarını ve bu pazarın ihtiyaçlarını iyi tespit ederek, pazara uygun ürün yada hizmetler sunan girişimcilerin başarı şansları diğer girişimcilere göre oldukça yüksektir.

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

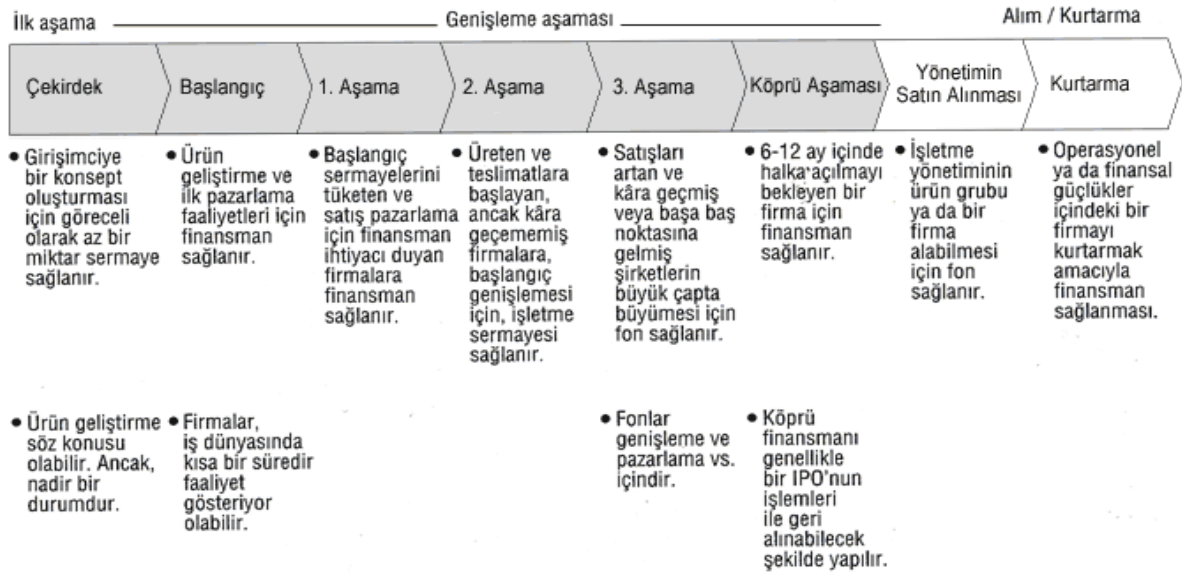
Ne zaman yatırım yapılır;

Sermaye/Borç Senetleri Yatırım Araçları,

Genel olarak girişim sermayesi yatırımları, sermaye aktarılarak yada borç senedi gibi sabit getirili yatırım ürünleri sunularak gerçekleştirilenler olmak üzere iki ana başlıkta toplanmaktadır. İş Girişim Sermayesi, her iki yatırım türüne de sıcak bakmasına rağmen, sermaye aktarımı yönteminin toplam yatırımlar içindeki payının daha fazla olmasını beklemektedir.

İlk Aşama Yatırımları,

İlk aşama yatırımları genellikle şirketlerin yaşam eğrilerinin başlangıcında yapılan yatırımları kapsamaktadır. İş Girişim Sermayesi, bilgisi ve uzmanlığı arttıkça bu alandaki şirketlere kaynak aktarmayı planlamaktadır.



Şekil-6: İş Girişim Sermayesi Yatırım Aşamaları

Kaynak: www.isgirisim.com.tr

Genişleme Aşaması Yatırımları,

Genişleme aşaması yatırımları, ilk aşama seviyesini geçen ancak ürettiği ürün yada hizmetin pazarlanması, satışı ve dağıtımı ile kapasite artırımı gibi nedenlerden dolayı finansman ihtiyacı olan şirketlere yapılan yatırımlardır. İş Girişim Sermayesi, Türkiye'deki yatırımlarının ağırlıklı olarak bu aşamada yoğunlaşacağını düşünmektedir.

Köprü Aşaması Yatırımları,

Köprü aşaması yatırımları, belirli bir büyüklüğe ulaşmış olan şirketin, bir halka arz ya da stratejik satış öncesinde mali profilini düzeltmek ve şirketi bu tür satışlara uygun hale getirmek amacı ile yapılan yatırımlardır. Türkiye'de çok sık rastlanmamakla birlikte, bu tür yatırımlar da İş Girişim Sermayesi'nin düşündüğü yatırımlar arasında bulunmaktadır.

Yönetimin Satın Alması/Kurtarma Yatırımları,

Yönetimin satın alması, bir şirketin mevcut yönetimi tarafından alınmasıdır. Bu tür satın almalar girişim sermayesi şirketleri, yöneticilerin finansman ihtiyaçlarının bir kısmını yada tamamını karşılayarak satın alınan şirkete ortak olabilirler. 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.

Özelleştirme,

Gelişmekte olan ülkelerde yürütülmekte olan özelleştirme kapsamındaki şirketler, bu ülkelerde faaliyet gösteren girişim sermayesi şirketlerinin ilgi alanına girmektedirler. Bu anlamda, İş Girişim Sermayesi de Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'nın gündeminde olan şirketler ile ilgilenmektedir. Bir girişim sermayesi şirketinden neler beklenebilir,

Örneğin ülkemizde faaliyet gösteren İş Girişim Sermayesinin uyguladığı yöntem¹²⁷ yatırım yapılan firmanın yönetim kurulunda temsil edilecek ve alınan bazı önemli kararları takip ve kontrol edecektir. Ancak, söz konusu firmanın günlük yönetiminde aktif bir rol üstlenmeyecektir. Yatırım kararı kesinleştiğinde, İş Girişim Sermayesi, bazı operasyonel ve stratejik kararlar üzerinde imtiyaz hakkını haiz azınlık hisselerine sahip olmayı tercih edecek ve nadiren bir firmanın çoğunluk hisselerine sahip olmayı isteyecektir.

Ne kadar yatırım yapılır,

Yatırım miktarı 1 ila 6 milyon USD arasında değişebilir. Yatırım yapılacak şirketin finansman ihtiyacı İş Girişim Sermayesi'nin yatırılabileceği miktarın üzerinde ise ortak yatırımcılar bulunarak projeye yatırım yapılabilir.

Yukarıda açıklanılmaya çalışıldığı üzere her risk sermayesi şirketinin yatırıma yaklaşımı, şirketi değerlemesi, risk analizi ve karlılık beklentisi farklı olabilmektedir. Ancak her şeyden önce finansal desteğe ihtiyaç duyan firmaların yapması gereken; firmanın durumunu, ihtiyacını ve beklentilerini bildiren iş planı özetini risk sermayesi şirketine göndermektir. Kuruluşların bu planı değerlendirme süreçleri bile farklılık göstermektedir. İş Girişim Sermayesi, kendisine yapılan başvuruları değerlendirirken yatırım için belli bir büyüklüğü dikkate almakta ve bunun üzerindeki ve altındaki başvuruları değerlendirmemektedir. Başvurulan projelerin küçük bir kısmı değerlemeye alınmakta ve bunlarında büyük kısmı diğer aşamalarda elenmektedir.

¹²⁷ www.isgirisim.com.tr

Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) yurt içinde geniş bir şube ağı kurmuş ve KOBİ'lere yönelik olarak hizmet vermektedir. İş Girişim Sermayesi'nden farklı olarak KOBİ'lerin her türlü başvurusunu kabul etmekte ve Stratejik Yol Haritası adı verilen bir sistemle firmalardan iş planlarını istemektedir. Bu planlarda firmaların 3 senelik hedefleri, beklentileri ve fon ihtiyaçları belirtilmektedir. Bu planlar KOSGEB Müdürlükleri tarafından incelenmekte ve gerekli görülen değişiklikler yapılarak firmaya bilgi verilmektedir. İki taraf arasında varılan uzlaşma sonucunda çalışmalara hemen başlayabilmektedirler. Aşağıda İş Girişim Sermayesi'nin iş planında belirtilmesini istediği unsurlar bulunmaktadır.

İş Planının Özeti,

İş planının özeti kısa olmalı ve hazırlanan demeç iki sayfayı aşmamalıdır. Bu alan içinde bütün iş planının özeti yer almalıdır. İş planınızın temel unsurları şunlar olmalıdır:

1. İşin Genel Kavramı: İşin kendisi, ürünler ve satılacak pazar açıklanmalıdır. Tam olarak ne satılacak, kime satılacak, kimlerle rekabet edilecek gibi konularda bilgi verilmelidir. Ayrıca firmayı rekabette farklı kılan özel rekabet gücü de tanımlanmalıdır.
2. Finansal Özellikler: Önemli finansal noktaları, örneğin satış hedefleri, kârı, nakit akışı ve yatırımın geri dönüşünü öne çıkarılmalıdır.
3. Finansal Gereksinimler: Tam olarak işi başlatıp ve büyütmek için ne kadar sermaye gerektiği ifade edilmelidir. Bu sermayenin nasıl kullanılacağı açıklanmalıdır.
4. Nihai Durum: Şirketin güncel durumu ve bununla ilgili önemli bilgiler sağlanmalıdır (kuruluş tarihi, sahipler, çalışanlar, vs.). Yönetim kurulunun kısa özgeçmişleri eklenmelidir.
5. Pazar ve Rekabet: Sektörün Türkiye'deki ve uluslararası arenadaki durumunu, pazarın büyüklüğünü, rekabet içinde olunan kurumları açıklamak gerekir. Rekabet gücü ile ilgili olumlu ve olumsuz yönler açıklanmalıdır.
6. Büyük Başarılar: Şirketin başarısı için büyük önem taşıyan gelişmeler açıklanmalıdır. Bu tür gelişmeler; patentler, ilk denemeler, konum avantajı, her türlü ürünün gelişmesi için çok önem taşıyan siparişler ya da yapılan bir deneme pazarlamasının sonuçlarını kapsamalıdır.

6.1.3. Direkt ve Dolaylı Devlet Desteği

Türkiye’de risk sermayesinin gelişmesi için sağlanabilecek devlet desteği; mali teşvikler, doğrudan kaynak temini ve dolaylı devlet desteği olmak üzere üç başlıkta özetlenebilir.

Mali teşvikleri; vergi teşvikleri, kredi garantisi ve yatırım garantisi olarak üç bölümde toplayabiliriz.¹²⁸

Risk sermayesi şirketleri ve yatırım ortaklıklarına yatırım yapan kişi ve kuruluşlara vergi teşviği sağlanmalıdır. Şirketlere bağlı risk sermayesi şirketlerinin zararlarının, ana şirketin gelirinden düşürölmesi imkanı getirilebilir. Risk sermayesi şirketleri ve yatırım ortaklıkları, katma değer vergisi ve damga vergisinden muaf tutulabilir. Ayrıca, Know-How¹²⁹ satışından elde edilen gelir de, gelir vergisinden muaf tutulmalıdır.

Kredi garantisi, risk sermayesi şirketlerine ve yatırım ortaklıklarına verilen kredilerin belli bir oranına garanti sağlamak şeklinde özetlenebilir. Risk sermaye şirketlerinin ticari bankalardan kredi almalarını kolaylaştırmak amacıyla, kurulacak bir garanti fonundan garanti verilerek riskin paylaşılması sağlanmalıdır. Garanti oranı kredi miktarının %75’ini aşmamalı ve başlangıç aşamasında sağlanmalıdır. Garanti masrafı olarak %1 civarında bir oran, verilecek faiz oranına ilave edilebilir.

Yatırım garantisi, risk sermayesi şirketlerine ve yatırım ortaklıklarına yatırım yapanların zararlarının belli bir miktarının garanti edilmesi amacını taşımalıdır. Bu şirketlere ait alınan hisse senetlerinin bir kısmı (örneğin %50’si) devlet garantisi altında olduğu takdirde, yatırımcılar önemli ölçüde teşvik edilmiş olacaktır.

Doğrudan kaynak temini ile devlet, risk sermaye şirketlerine ve yatırım ortaklıklarına doğrudan sermaye katkısında bulunabilir. Bu amaçla, kamu bankalarının ve bazı kamu kuruluşlarının katılımıyla risk sermayesi yatırım ortaklıkları kurulabilir. Kurulan bu şirketlerdeki devlet payının en fazla %49 olması ve yönetimin özel sektörde olması, bu şirketlerin başarılı olması için önemli etkenlerdir.

¹²⁸ Zaimoğlu,s. 305

¹²⁹ Bir şeyi yapabilme bilgisi

Bu yöntemde amaç, özel sektörün risk sermayesine ilgi duymasının sağlanması olmalıdır. Yapılacak yatırımlarda başlangıç aşamasındaki şirketlerin desteklenmesi de risk sermayesi mantığının yerleştirilmesi için uygun olacaktır.

Kaynak temini, uzun vadeli ve düşük faizli kredi verme şeklinde de uygulanabilir. Bu kredi risk sermaye şirketleri ve yatırım ortaklıklarına sağlanmalıdır. Bu kredilerden küçük şirketler de faydalandırılmalıdır. Girişim şirketlerinin daha ileri aşamalarda da ek kaynağa ihtiyaç duyacakları dikkate alınmalı ve kaynak temininde süreklilik sağlanmalıdır.

Risk sermaye şirketleri ve yatırım ortaklıkları, küçük ve orta büyüklükteki işletmeler için sağlanan teşvikler paralelinde teşvik edilmelidir. Ayrıca, teknoloji içerikli yatırım projelerinin objektif olarak değerlendirilmesi amacıyla TÜBİTAK ve KOSGEB'in de aralarında bulunduğu devlet kuruluşları tarafından bir değerlendirme kurulu oluşturulabilir.

Dolaylı devlet desteği ile yapılacak çeşitli yasal düzenlemeler düşünülebilir. Risk sermayesi şirketleri ve yatırım ortaklarının yatırım yapması için gerekli uygun ekonomik, kurumsal ve yasal ortamı hazırlamak; emeklilik fonları ve sigorta şirketleri gibi kuruluşların risk sermayesi şirketleri ve yatırım ortaklıklarına yatırım yapmalarını sağlayacak düzenlemeler yapmak, devletin dolaylı olarak sağlayabileceği desteklerdendir. Risk sermayesi yatırım ortaklıklarına sadece hisse senedine yatırım yapmaları konusunda kısıtlama getirilmesi ve risk sermayesi yatırım ortaklıklarının halka arzlarında süre bakımından kolaylık getirilmesi bu çerçevede yapılabilecek düzenlemelerdir.

6.2. Yatırım Aşamalarına Göre Türkiye’de Risk Sermayesinin Uygulanabilirliğinin

Değerlendirilmesi

Kalkınmakta olan bir ülke olarak Türkiye için risk sermayesi mekanizması gereklidir. Ancak bu gereklilik risk sermayesinin hangi aşamasında kendine gelişme zemini bulacak bunun tespiti gerekmektedir. Bu amaçla bu bölümde, risk sermaye aşamalarına göre yapılabilirlik imkanları değerlendirilecektir.

Bilindiği gibi risk sermaye yatırım aşamaları;¹³⁰

- Çekirdek Sermaye = Seed Capital
- Başlangıç Sermayesi = Start-up Capital

¹³⁰ Tuncel, s.55

- Erken Aşama Finansmanı = Early Stage Developments
- Gelişme – Büyüme = Later Stage Development – Expention
- Şirket İktisabı = Management Buy-outs

6.2.1. Çekirdek Sermaye Açısından Risk Sermayesi Değerlendirmesi

Daha önce de vermiş olduğum çekirdek sermaye tanımında aşağıdaki bilgilere yer verilmiştir. Çekirdek sermaye; bir şirket için çok erken bir aşamada tahsis edilen sermayedir. Tahsis sebebi muhtemelen:¹³¹

- Yaratıcı bir düşüncenin ön hatlarını oluşturmak,
- Ürün için piyasada sınırlı bir araştırma yapmak,
- İşletme planı yazmak-yönetim ekibini oluşturmak

Ancak bu tür sermayenin tahsisi için risk sermayedarını ikna edebilecek nitelikte ticari veya teknik bir teşebbüs fikrinin olması şarttır. Bu amaca yönelik tahsis edilecek çekirdek sermaye miktarı genellikle \$10.000 - \$100.000 arasında değişir ve tüm yatırımda en yüksek riski oluşturur. Geri dönüş süresi 7-10 yıl arasındadır. Bu nedenlerle, yani çok yüksek risk ve çok uzun bir zaman kesiti faktörlerini taşıması nedeniyle getirisi şirket başarıya ulaştığı takdirde diğerlerine nispeten çok yüksektir. Bu bilgiler ışığında Türkiye’de ilk temel sorun fikrin bulunması, ikincisi ise fikre yatırım yapacak yatırımcının bulunmasıdır.

6.2.1.1. Fikrin Bulunması

Amatör girişimlerin dışında, Türkiye’de yeni bir icadı teşvik eden, koruyan, saklayan ve üretime dönüştüren resmi bir organizasyon yoktur.

Bu boşluğu amatörce doldurmaya çalışan, Ankara’da kurulu bir ‘Mucitler Derneği’ vardır. Ancak bu dernek finans kaynaklarından mahrum olduğu için, üyelerince ortaya konan yeni buluşları üretime dönüştürememektedir. Burada kastedilen elbette seri üretim değildir. Çünkü seri üretim;¹³²

- Yapılabilirlik raporu,
- Risk sermayedarı (finansman),
- Ekipman gerektirir.

¹³¹ Tuncel, s.57

¹³² Tuncel, s.58

Adı geçen derneğın, ne proje hazırlama bölümü, ne finansör bulma imkanı ne de kendisine sunulan fikir aşamasındaki her bir tasarım için ekipmanı vardır.

Bu nedenle dernek, yeni icatlar konusunda fikir bilgi bankası olmaktan öteye gidememektedir. Bunun yanı sıra, ülkemizde yeni bir buluş, faydalı bir model yada bir tasarım sahibi, şayet kendini finanse edebilecek durumdaysa fikri, buluşu yada tasarımı, kopya yada taklide karşı korumak amacıyla tescil ettirebilir.

Bir buluşun patent ile korunabilmesi için taşıması gereken nitelikler:¹³³

- Yenilik: Tekniğın bilinen durumuna dahil olmayan buluş yenidir. Tekniğın bilinen durumu, patent başvurusu yapıldığı tarihten önce, buluş konusunda dünyanın herhangi bir yerinde toplumca erişilebilir yazılı veya sözlü tanıtım, kullanım veya bir başka yolla açıklanan bilgilerden oluşur.
- Tekniğın bilinen durumunun aşılması: Buluş, ilgili olduğu teknik alandaki bir uzman tarafından, tekniğın bilinen durumundan aşıkar bir şekilde çıkarılamayan bir faaliyet sonucu gerçekleşmiş ise, tekniğın bilinen durumunun aşıldığı kabul edilir.
- Sanayiye uygulanabilir olma: Buluş, tarım dahil sanayinin herhangi bir dalında üretilebilir veya kullanılabilir nitelikte ise, sanayiye uygulanabilir olduğu kabul edilir.

Konusu kamu düzenine veya genel ahlaka aykırı olan buluşlar ile bitki ve hayvan türleri veya önemli ölçüde biyolojik esaslara dayanan bitki veya hayvan yetiştirilmesi usulleri patentle korunamayacak buluşlardır. Bir patent hakkı sahibi, buluşun yeri, teknoloji alanı ve ürünlerin ithal veya yerli üretim olup olmadığı konusunda herhangi bir ayırım yapmaksızın patent hakkından yararlanabilmektedir.

Bir buluşun faydalı model belgesi altında korunabilmesi için de;

- Yenilik
- Sanayiye uyarlanabilir olma özellikleri aranmaktadır.

¹³³ Patent/Faydalı Model Belgesi Başvuru Kılavuzu, Türk Patent Enstitüsü, Ocak 1996, s.2-5

Aynı buluş konusu için birbirinden bağımsız patent ya da faydalı model belgesi verilmemektedir.

6.2.1.2. Kaynağın Bulunması

Türkiye aslında kaynak kıtlığında olan bir ülke değildir. Ancak kaynaklar, mevcut ekonomi politikaları çerçevesinde kısa vadeye yönlendirilmiştir. Burada amaç sadece ranttır. Oysa orta veya uzun vadeye yayılan bir yatırımda rant daha sonra gelen bir aşamadır. Böylesi bir yatırımla sağlanan en önemli olgu yatırımın istihdam yaratma yönündeki sosyal fayda olgusudur.

Bu olgu göz önünde bulundurulur ve teşvik edilirse çekirdek yatırım aşamasında kaynak bulabilme imkanları artacaktır. Ülkede bir fikri, yeni buluşu ya da faydalı modeli destekleyebilecek potansiyel kaynaklar;¹³⁴

- Teolojik nedenlerle ranttan uzak duran sermaye sahibi gerçek kişiler,
- Kurumsal yatırımcılar,
- Ticari işletmede bulunma hakkı kendilerine verilmiş olan dernekler, vakıflar,
- Mahalli kalkınmaya destek verebilecek mahalli idareler,
- Özel finans kurumları,
- İl ve ilçe özel idareleri,
- Teknik üniversiteler,
- Patent enstitüsü olarak sayılabilir.

Bu sayılanlar arasındaki tüzel kişiler kanunlarla düzenlenen döner sermaye teşkilatına veya bağış ve yardım şeklinde nakit girdi sağlamaya hali hazırda yetkili kılınmışlardır.

Şayet tabi oldukları kanunlarda ya da yönetmeliklerde gerekli değişiklikler yapılırsa çekirdek sermayenin geliştirilerek başlangıç sermayesine dönüştürülebilmesi hem hızlanacak hem kolaylaşacaktır.

¹³⁴ Tuncel, s.60

6.2.2. Başlangıç Sermayesi ve Diğer Aşamalar Açısından Risk Sermayesi

Değerlendirmesi

Başlangıç aşamasında yatırılan sermaye miktarı genellikle \$100.000 - \$10.000.000 arasında değişmektedir. Ürün geliştirilmiş ve yönetim ekibi oluşturulmuştur. Muhtemelen bir takım piyasa bilgilerine ihtiyaç vardır. Risk hala yüksektir ve yatırım süresi 5-10 yıl arasında değişmektedir.

Büyüme Aşaması,

Küçük bir işletmenin gelişimini fonlamak maksadıyla tahsis edilen sermayedir. Bu aşamada fona ihtiyaç duyan şirketler genellikle bankaya güvence sunabilme yeteneğine erişmemiş ve bu nedenle borçlanamayan şirketlerdir. Risk, daha önceki sermaye yatırımlarına nazaran, şirketin kurulmuş, yönetimin belirlenmiş, ürünün kabul görmüş olmasından dolayı daha azdır.

Yatırım miktarı genellikle \$500.000 - \$2.000.000 arasında değişmektedir. Yatırım süresi 4-7 arasında değişir.

Genişleme Aşaması,

Daha olgun, daha gelişmiş hatta son birkaç yıllık faaliyetinde kar elde etmiş, ancak başka bir yerde ikinci bir fabrika açarak veya ülke sınırları dışında pazarlama örgütü kurarak büyümeyi amaçladıkları için fona ihtiyaç hisseden firmalara tahsis edilen sermayedir. 2-5 yıl arası bir dönem için \$1.000.000 - \$5.000.000 arası sermaye yatırımına gidilir.

Yönetimin Satın Alması,

Mevcut, genellikle karlı bir şirketin yönetimini değiştirmek amacıyla tahsis edilen sermayedir. Bu yöntemle, işi çok iyi bilen ancak finansal gücü olmayan girişimcilere destek verilir.

Bu yöntemle, yönetim ve işletme sorunları bulunan bir işletmenin, sermayesine katılmadan yönetimi devralmak suretiyle sorunları çözmeye ve büyümeyi sağlamaya yardım edilir. Risk düşük, süre oldukça kısadır. Sermaye miktarı çok geniştir. 2-3 yıllık bir süre için ortalama \$10.000.000 - \$50.000.000 arası sermaye tahsisi yapılmakla birlikte üst sermaye sınırı yoktur.

Bu aşamaların en önemli ihtiyacı, daha büyük hacimli yatırımda bulunacak yatırımcının teminidir. Çünkü ürün deneme ve ön gelişme aşamasında kendini ispatlamıştır. Yapılması gereken seri üretime geçmek ve pazarlama ağının teşkil edilmesini sağlamaktır, yani daha da büyümektir.

Dolayısıyla, temel sorun fon desteği yada fon bulunması sorunudur. Bu sorun ancak iki şekilde çözülebilir:

Birinci çözüm; Fon desteği yani teminat bulunması,

İkinci çözüm; Doğrudan Yatırımcı yani fon bulunmasıdır.

Birinci Çözüm;

1) Teminat; menkul – gayrimenkul ya da kefalet şekillerinde olabilir. Ancak nitelik ve nicelik açısından yeterli ya da yüksek kredibiliteli bir tüzel kişilik tarafından sunulmalıdır. Bu tüzel kişilik yukarda bahsedildiği gibi Özel İdare şeklinde bir tüzel kişilik olabileceği gibi salt kefalet mekanizmasına yönelik kurulmuş ‘Kredi Garanti Fonu’ gibi bir tüzel kişilikte olabilir. Bu nedenle incelenen aşamanın Türkiye’de uygulanabilirliğini tespit için iki unsurun incelenmesi gerekmektedir. Bunlar:

- Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler,
- Kredi Garanti Fonu.

6.2.2.1. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler

Küçük ve orta ölçekli işletmeler, bulundukları ülke ekonomisine kazandırdıkları dinamizm ile o ülke ekonomisinin canlılığının temel ölçüm kriterleridirler. Çünkü bu işletmeler,¹³⁵

- Büyük işletmelerin ürettiği eş kaliteli mal veya hizmeti üreterek o işletmeleri rekabete zorlarlar,
- Büyük işletmelerin üretim aşamasında ihtiyaç hissettikleri ham madde, ara madde ve mamul madde gibi girdileri üreterek bu işletmelerin gelişimine yardımcı olurlar,
- Yukarıda bahsedilen fonksiyonları ile ekonomik dinamizm, istihdam, ulusal kalkınmaya hizmet görevlerini yerine getirirler.

¹³⁵ Tuncel, s.63

Ancak birçok ülkede olduğu gibi, ülkemizde de finansal sistemin sağladığı kredi imkanlarından en az faydalanan, küçük ve orta ölçekli işletmelerdir. Çünkü, kendilerini destekleyecek politikalar geliştirilmemiş ve destek kurumları tam manasıyla oluşturulamamıştır. Buradaki en önemli ihtiyaç bir ‘garanti’ kuruluşudur. Bu kuruluşun dünyadaki örneği ‘kredi garanti fonu’ şeklindedir.

6.2.2.2. Kredi Garanti Fonu

Kredi garanti fonu, 2. Dünya Savaşından sonra Almanya’da uygulanan devlet destekli bir kalkınma modeli sistemidir. Almanya’da, her eyalette bir, bazı eyaletlerde ise sektör bazında ihtisaslaşmış birden fazla Kefalet kuruluşu faaliyet göstermektedir.¹³⁶

Teminatları bankalarca yeterli bulunmayan proje sahiplerinin yöneldiği bu kuruluşlar, uygun buldukları projeleri %80 oranında desteklerler. Kuruluşun desteklediği projelerde önemli olan; projenin kendini hesaplanan sürede amorti edebilmesi yani ödeyebilmesidir.

Kredi Garanti Fonu projenin doğruluğunu ve yapılabilirliğini kredilendirilmektedir. Kuruluş tarafından bankaların istediği türde teminat talep edilmemektedir. Ancak hayat sigortaları bu kuruluşlar tarafından benimsenen en önemli kredi teminat enstrümanı olma özelliğini korumaktadır. Hem vefat riskini taşıyan ve hem de birikimli olan bu enstrümanda, borca kefil olan kuruluş poliçede ‘dain ve mürtehin’¹³⁷ sıfatıyla yer almaktadır.

Borcun bankalara ödenmemesi durumunda, kredi veren banka %20 alacağını proje sahibinin teminatlarını, %80 alacağını Kredi Garanti kurulunun teminatlarını nakde dönüştürerek tahsil etmektedir. Kredi garanti fonu da alacağını %70 oranında kendine bir nevi karşı garanti veren devlete rücu ederek tahsil etmekte %10 tutarındaki bölümü de kendi kaynaklarından yada rehin alacaklısı olduğu hayat sigorta poliçesinden karşılamaktadır.

Almanya’da bu sistemin işleyişinde, itibar edilen, kredi garanti fonunun bankalarda tuttuğu nakdi varlığıdır. Kredi veren banka, bu nakdi varlığın belirli oranında risk alarak kredi vermektedir. Sistemde bu kuruluşlarca üstlenilen temel işlev, kredi alanın mükellefiyetlerini yerine getirmeyi taahhüt etmektedir. Müşterilerine sundukları kendi ödeme kabiliyetleridir.

¹³⁶ Tuncel, s.65

¹³⁷ Borç ödeninceye kadar malın kullanım hakkı kredi alana, mülkiyeti ise kredi verene aittir.

6.2.2.3. Kredi Garanti Fonunun Türkiye’de Uygulanması

Türkiye’de kredi garanti fonu, başta Almanya tecrübesi olmak üzere dünyadaki uygulamaları ve ülke gerçekleri göz önünde bulundurularak; iyi bir gelişme potansiyeli ve uygun bir yatırım projesi olduğu halde, bankaların istediği yeterli teminatı gösteremediği için kredi temin edemeyen küçük ve orta büyüklükteki işletmelere kredi imkanı sağlamak amacı ile kurulmuştur.

Türkiye’de sistemin uygulamasını yapacak olan Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma Ticaret A.Ş., Almanya Hükümeti ile T.C. Hükümeti arasında imzalanan Teknik işbirliği anlaşması çerçevesinde, iki ülke arasında mektup alışverişi yoluyla akdedilen ve 14.07.1993 tarih, 21637 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren ‘Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler İçin Bir Kredi Garanti Fonu Kurulmasına Yardım’ konulu proje anlaşması gereğince kurulmuştur.¹³⁸

Ortakları arasında; TOBB, Halkbank ve KOSGEB’in de bulunduğu Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma Ticaret A.Ş.’nin garanti şartları aşağıdaki gibidir.¹³⁹

- KGF bir ila yüz işçi çalıştıran küçük ve orta ölçekli işletmelere garanti/kefalet verebilir.
- Birinci maddede anılan küçük ve orta ölçekli işletmeler; TOBB (Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği) ya da TESK’e (Türkiye Esnaf ve Sanatkarlar Konfederasyonu) bağlı bir odaya kayıtlı olacak, TOSYÖV (Türkiye Orta Ölçekli İşletmeler, Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri Vakfı) veya MEKSA (Mesleki Eğitim ve Küçük Sanayiye Destekleme Vakfı) ile ilişki içinde bulunacaktır.
- Alınan kredinin %80’ine verilen garanti/kefalet azami garanti limiti olup, kredinin her safhasındaki borç bakiyesi %80 ile sınırlıdır.
- KGF azami 5 yıla kadar vadeli kredilere garanti/kefalet verecektir. Bu vade yatırım kredilerinde 8 yıla kadar çıkabilmektedir.

¹³⁸ Resmi Gazete, 14.07.1993, sayı 21637

¹³⁹ Vergi Dünyası, Sayı 168, Ağustos 1995

- KGF, garanti/kefalet verdiği işletmelerin, muhasebe defterlerini ve diğeri ilgili belgelerini dilediği anda görebilecek, işyerinde incelemelerde bulunabilecektir.
- KGF, kredi talebinden kredinin geri ödenmesine kadar, teknik konularda ve işletme yönetimine ilişkin olarak müşteriye vereceği aktif danışmanlık hizmeti çerçevesinde, gerekirse işletme yönetiminde görev alabilecektir.
- KGF'nun garanti/kefalet verebilmesi için, işletmelerin herhangi bir bankaya kredi müracaatında bulunmuş olması ve bu talebin de kredilendirilebilir olduğunun banka tarafından teyit edilmiş olması gerekmektedir. Banka bu yazılı teyidini, yaptığı inceleme raporları (mali analiz, fizibilite, piyasa istihbaratı) ile birlikte KGF'na gönderecektir.
- KGF bankanın göndermiş olduğu inceleme raporlarından yararlanacaktır. Ancak kendisi de mali analiz, istihbarat ve gerektiğinde fizibilite raporu hazırlayarak; krediye, garanti/kefalet verilip verilmemesi konusunda ilgili organlarından karar çıkaracaktır.
- KGF vermiş olduğu garantilerden, garanti bakiyesi üzerinden %4 tutarında yıllık komisyon alacaktır.
- Talep sahibi işletme, kendisi ile ilgili bilgi ve belgelerin bankalardan alınabilmesi ve bankalar nezdinde her türlü hesaplarından komisyon, diğeri ücret ve masrafların alınabilmesi için, KGF'nca hazırlanan izin belgesini imzalayacaktır.

Yukarıda açıklandığı üzere, Türkiye'de gelişme ihtiyacı içinde olan küçük ve orta büyüklükteki işletmelere kefalet vermek suretiyle fon sağlanmasına aracılık edebilecek mekanizmalar mevcuttur. Yapılması gereken bu mekanizmaların varlığını ihtiyaç sahiplerine iyi duyurup anlatmak ve onların bu mekanizmadan faydalanmasını sağlamaktır.

İkinci Çözüm,

Doğrudan yatırımcı yani fon bulunması; fon kaynağı, bireysel yatırımcıların yanı sıra, gelişmiş para piyasası içerisinde aranmak durumundadır. Bu piyasa içerisinde yatırımcı olabilecek dört farklı yapılanma söz konusudur.

- 1- Kurumsal yatırımcılar,
- 2- Bankalar,
- 3- Özel finans kurumları,
- 4- Esnaf kefalet ve kredi kooperatifleri.

Para ve sermaye piyasalarının kısa vadeli işlemde bulunmayı gerektirir durumda olması ve bankalar ile kurumsal yatırımcıların bazı zorunlu nedenlerle bu piyasaya yönelmesi bankalar ve kurumsal yatırımcıları, bu aşamada bu çalışmanın kapsamı dışına itmektedir.

6.3. Türkiye’de Risk Sermayesi Uygulamasında Karşılaşılan Sorunlar

- Risk Sermayesi Uygulamasına Geçmedeki Çekingenlik: Bu sorunu anlatırken altını çizmek istediğimiz konu özellikle finans kuruluşlarının ve bankaların risk sermayesine karşı duydukları çekingenliktir. Risk sermayesi yatırıma ilişkin tebliğin çıktığı 1993 tarihinden beri devlet bankalarının bile faaliyete geçmekte çok ağır davranmaları ve hala bir uygulamaya geçmemiş olmaları bir gerçektir. Bunun yanı sıra risk sermayesi yatırım ortaklıkları için esas sözleşmesini onaylatmış özel bankalar bile risk sermayesi faaliyetine başlamamıştır. Bunun sebebi kanımca risk sermayesi yatırıma ayırabilecek sermaye bulunmaması ve risk sermayesi konusunda uzman profesyonel kadroların fazla olmamasıdır.¹⁴⁰

- Ekonomik Konjonktürden Kaynaklanan Sorunlar: Ekonomide istikrar eksikliği, %156’ya varan yüksek enflasyon, döviz kurlarında 1994’te görülen büyük artış ve bunun tekrarlanması korkusu (5 Nisan krizi), seçim beklentisi ve dolayısıyla seçim ekonomisi beklentisi. Bütün bunların yatırımcılarda normal yatırımlara girme hevesini bile azalttığını düşünürsek; adı üstündeki riski yüksek bir yatırım olan risk sermayesi yatırımlarının uygulamaya geçmemesine şaşmamak gerekir. Bu kriz ve istikrarsızlık ara ara 2000’li yıllarda da devam etmiş, son zamanlarda ekonomide yaşanan düzelmeye rağmen bu sektörde tam anlamıyla bir canlılık gözlenememiştir.

- Türk Özel Sektörünün Uzun Vadeli Yatırımı Göze Alamaması: Risk sermayesi yatırımının kimi zaman 5-7 hatta 10 yıllık bir yatırım sürecini gerektirmesi özel sektörün bu yatırıma girmesine engel olmaktadır.

¹⁴⁰ Sarıaslan, s.17

- IFC'den (International Finance Corporation) Türk Risk Sermayesi Sektörüne Yeterince Yardım Gelmemesi: IFC'nin Türkiye'ye yeterince fon akışı sağlamamasının nedeni, mali yardım almayı sağlayacak ciddiyette projelerin bulunamamasıdır; hem nitelik, hem de nicelik yönünden IFC'nin tatmin edilememesi, projelerin gerçekçi bulunmamasıdır. Bir başka deyişle, girişimcilerin proje aşamasındaki yatırımlarının olmaması, patent üretiminin olmaması ya da buluş sahiplerine sermaye veren olmaması IFC'nin yardımını engellemektedir.

- Yatırımların Sınıflandırılması Sorunu: Bir yatırımın risk sermayesi yatırımı olup olmadığının açık ve net bir şekilde belirlenmesi gerekir. Aksi halde, vergi avantajlarından yararlanmak isteyenler bundan haksız yere yararlanabilirler. Ayrıca gerçek risk sermayesi yatırımına gidecek fonları tüketebilirler.

- Risk Sermayesi Yatırımında Önceliklerin Belirlenmesi: Devletin risk sermayesine ayırdığı fonların dağıtımı nasıl olacaktır? Öncelikle teknoloji geliştirmede mi olacak? Yoksa yatırımlar oldukça esnek olup kimi zaman ileri teknoloji içermeyen yatırımlarda desteklenecek mi? Bu bağlamda, spesifik bir uygulama yapmak isteyen hizmet sektöründen bir firma (Örneğin tekstil sektörü teçhizatında uzmanlaşan bir leasing firması) ihtiyaç duyduğu fonlara kavuşacak mıdır? Dünya'daki uygulamalarda görüldüğü gibi, Türkiye'de de bilgisayar veya elektronik gibi öncelikli bir sektör olacak mı sorusuna cevap bulunması gerekmektedir.

- Devletin Gireceği Risk Sermayesi Yatırımlarının Şirket Kurtarma Şekline Dönüşmesi Olasılığı: Bu olasılığın gerçekleşmesi, gerçek risk sermayesi yatırımlarına zarar verecek, ileri teknoloji ve yenilik içeren projelere gidecek fonlar yanlış yerlere gidecektir.

- Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Ek Finansman Bulma Sorunları: Kurulmuş ve kurulacak olan risk sermayesi yatırım ortaklarının fon ihtiyacının artması durumunda sermaye ihtiyacını hangi devlet kuruluşlarından veya hangi özel kuruluşlardan karşılayacağı sorunu ortaya çıkmaktadır. Bir başka deyişle, risk sermayesi yatırım ortaklıklarına devletten ve özel sektörden kimlerin ne oranlarda ortak olup olmayacağının bilinmemesi sorunu karşımıza çıkmaktadır.

- Risk Sermayesi Yatırımının Yönetim Yaklaşımındaki Zorluklar: Bildiğiniz gibi risk sermayesi yatırım ortaklığı girişim şirketinin yönetimine katılmak gibi bir niyet taşırsa (hands-on) bu konuda girişimci şirketle aralarında yönetim kurulunda bazı sorunlar çıkabilir. Bunun yanı sıra hukuki problemlerde oluşabilir. Diğer taraftan, risk sermayesi yatırım ortaklığının başarısı yapacağı yatırımın performansına bağlı olduğu için yönetime katılmakta ısrar edebilir. Risk sermayesi yatırım ortaklığının yönetime katılmadığı (hands-off) yaklaşımda ise bu kez risk sermayesi yatırım ortaklığı ek finansman ihtiyacı olduğunda bunu ikinci plana iterek, yönetime katıldığı girişimci şirketlerin ek finansman ihtiyaçlarına ağırlık verebilir.

- Uluslararası Risk Sermayesinin Türkiye'ye Çekilmesi İçin Yeterli Nitelikte ve Sayıda Profesyonel Danışmanlık Firmasının Bulunmaması: Ülkemizde az sayıda uzman danışmanlık firmasının bulunması ve bu firmaların risk sermayesi yatırımı için, tam olarak hazırlıklı olmaması ve gerekli bağlantıları kurmamaları sonucunda yabancı risk sermayedarları ülkemize gelip yatırım yapmak için çekingen davranmaktadır. Ayrıca yatırım bekleyen sektörler için gerekli verilerin ve analizlerin tam ve doğru saptanıp saptanmadığı ve daha önce de bahsettiğimiz gibi yatırım projelerinin yeterince cazip olup olmaması sorunu vardır.

- Girişimci Şirketlerin Kontrolüne İlişkin Kaygıları: Girişimci şirketler öz sermaye finansmanı elde ederken şirketlerinin kontrolünü kaybedecek kadar fazla bir pay isteneceğine dair kaygılar taşıyabilirler. Risk sermayesi yatırım ortaklığının elde edeceği hisseler ne girişimci şirketi korkutmalı ne de risk sermayesi yatırım ortaklığının karını azaltmalıdır.

- Devletin Bazı İlave Destek Programlarını Hazırlamaması: Batı ülkelerinde örneklerine rastladığımız gibi devletin bazı ilave destek programlarını hazırlaması gerekmektedir. Fizibilite çalışmaları için bir devlet desteği yoktur. Fizibilite giderleri için devlet bir fon kurabilir. İleri teknoloji yatırımlarına ait spesifik devlet garantilerine rastlanmamaktadır. Araştırma geliştirme faaliyetine önem veren kuruluşlara yeterince destek olunmamaktadır.

- Risk sermayesi ve KOBİ'lere destek veren kuruluşlar arasındaki koordinasyon yeterince güçlü değildir.

- Başlangıç Yatırımları Finansmanından Kaçınılması: Şu anda böyle bir sorun olmamakla birlikte risk sermayesi yayıldığı zaman sermayedarlarının yüksek riskten yani erken aşama yatırımlarından kaçarak daha çok ileri aşama yatırımlarına yönelmesi olasılığı vardır.
- Türkiye’de Bilgisayar/Elektronik Sektörlerinin Yeni Gelişmeye Başlaması: Ülkemizde, yeniliğin bayrağını taşıyan bu sektörlerin yeni yeni gelişmeye başlaması en azından bu alanlara yatırım yapmaya alışmış yabancı risk sermayedarlarının kararsızlığa düşmesine sebep olabilir.
- Büyük Holdinglere Bağlı Şirketlerin Yüksek Teknolojiyi Kolaylıkla Elde Etmesi: Türkiye’de büyük holdinglere bağlı bir çok şirketin yabancı ortaklarla ortak risk sermayesi yatırımları yapması ve böylece yüksek teknolojiyi elde etmesi risk sermayesi yatırımının önemini azaltmaktadır. Böylece bu holdinglere bağlı şirketler hem AR-GE masraflarından kurtulmakta hem de yeniliklere kolaylıkla ulaşmaktadır. Bu fenomen ayrıca diğer KOBİ’lerin global rekabet şanslarını da azaltmaktadır.
- Türkiye’de Yatırım Bankacılığı’nın Gelişmekte Olması: Yatırım bankacılığı (Investment Banking) kavram olarak bile yeni yeni yerleşmektedir. Yatırım bankacılığının gelişmesi risk sermayesi sektörünü güçlendirecektir.
- Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Ana Sözleşmesinde Bulunması Muhtemel Yatırım Limitasyonlarının Yatırımın Çekiciliğini Azaltması: Bir başka deyişle, risk sermayesi yatırım ortaklığının risk/getiri ilişkisi nedeniyle yatırımlarını sınırlaması söz konusu olabilecektir. Risk sermayesi yatırım ortaklığının yatırım yapacağı şirketlere yüksek oranda ortak olmaması tercih edilerek optimal bir oran tespit edilmelidir.
- Uygun Mevzuatların Geliştirilememiş Olması: Sermaye Piyasası Kurulu tarafından risk sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin ilk düzenlemenin yapıldığı Temmuz 1993 tarihinden ve Kasım 1998 yılında yürürlüğe giren yeni tebliğden bugüne kadar mevzuatın piyasa şartlarına göre cazip olmamasından dolayı sadece iki adet risk sermayesi şirketi faaliyete geçebilmiştir.

- Vergi Muafiyetinin Sağlanmamış Olması: Risk sermayesi yatırım ortaklığına ilişkin Kasım 1998 yılında yürürlüğe giren tebliğdeki vergisel avantajlara rağmen yeterli ve teşvik edici vergi muafiyeti sağlanamamıştır. Risk sermayesi finansman yönteminin geliştiği ülkelerde vergisel teşviklerin yanı sıra uzun vadeli düşük faizli kredi de temin edilirken ülkemizde bu ortam tam olarak oluşmamıştır..
- Girişimcilik ve Risk Alma Varsının Eksikliği: Amerikan kültüründeki her şeye sıfırdan başlayıp geliştirebilme, her türlü yeniliğe açık olabilme olgusu ülkemizde nispeten zayıf kalmaktadır. Girişimcilik vasfı kültürden gelen bir olgu olmasıyla beraber öğretilabilir ve geliştirilebilir bir niteliğe sahip olduğu halde ülkemizde kadenci bir yaklaşım söz konusudur. Ülkemizde girişimcilik ve risk alma varsının geliştirilmesine yönelik eğitimlere yeterince önem verilmemektedir.
- Risk Sermayesinin Yeterince Tanıtılamaması: Özellikle küçük ve orta boy işletmeler ile genç girişimcilere risk sermayesinin özellikleri ve kullanımdaki avantajları yeterince anlatılamamıştır.
- Patent, Lisans ve Fikir Mülkiyeti Güvencesinin Olmaması: Girişimci bir ortamın oluşturulmasında önemli bir yere sahip olan patent, lisans ve fikir mülkiyeti haklarını güvence altına alan hukuk sistemlerinin yerleştirilip uygulamaya geçirilememesi.
- Risk sermayesi sektörüne yeterince güven duyulmaması.

6.4. Risk Sermayesinden Türkiye İçin Beklenen Yararlar

Risk sermayesi finansman modelinin ülkemizde de uygulamaya konulmasından beklenebilecek yararları şöyle sıralayabiliriz.¹⁴¹

1- Sanayileşme ve teknolojik gelişme sürecinde, tasarrufların toplumun öncü girişimcileri yönetiminde verimli ve karlı yatırım alanlarına kanalize edilmesi beklenen en önemli yararlarından biridir. Risk sermayeciliği aracılığı ile ülkemizde yapılacak yatırımların yeni teknolojilerin üretimine yönelik olacağı kuşkusuz iddia edilemez. Ancak, Batı'daki uygulamalarda görüldüğü gibi risk sermayesi finansman modeli, ülkelerin teknolojik düzeyine

¹⁴¹ Sarıaslan, s.14

bağlı olarak fonları ileri teknoloji yoğun olmayan yatırım alanlarına da aktarabilmektedir. Sonuçta bu model aracılığı ile gerçekleştirilecek yatırımlar ülkemizin sanayileşmesine büyük bir katkıda bulunacaktır. Ayrıca yeni teknolojilerin ülkemize transfer edilmesine öncülük ederek mevcut teknolojik düzeyimizin yükselmesinde yardımcı olacaktır.

2- Çeşitli sorunlara karşı hızla gelişmekte olan menkul kıymetler borsamızın daha etkinleşmesi, yaygınlaşması ve derinleşmesi için risk sermayesi finansman modeli önemli bir destek olacaktır. Bu model aracılığıyla finanse edilen küçük ve orta ölçekli işletmelerin hisse senetlerinin sermaye piyasasına kote edilmesi için yapılacak düzenlemeler sonucu bu işletmelerin hisse senetlerinin ikinci piyasaya girişiyle borsa ülke çapında yaygınlaşacaktır.

3- Ülkemizde kamu işletmelerinin özelleştirilme çalışmaları esnasında bazı şirketlerin rehabilite edilerek başarı kazanmasında ve bu işletmelerin mülkiyetinin geniş halk kesimlerine yaygınlaştırılmasında risk sermayesi finansman modeli oldukça önemli bir araç olabilir.

4- Ülkemizde mevcut finansal sistem içinde finansman sorunlarının çözümü mümkün olmayan ve ekonomimizin bel kemiğini oluşturan KOBİ'lere, piyasa mekanizması işleyişi içinde finansal destek sağlamak için risk sermayesi finansman modeli önemli bir araçtır. İSO tarafından yapılan araştırmaya göre¹⁴², küçük işletmelerin mevcut banka sisteminin kredilerinden yararlanma olanaklarının yok denecek kadar az olduğu, hatta ekonomik konjonktürün uygun olduğu dönemlerde bile bu işletmelerin kredi alamadıkları görülmüştür.

6.5. Risk Sermayesini Geliştirmeye Yönelik Öneriler Paketi ve Türkiye'ye Özgün

Bir Model

6.5.1. Bilimsel AR-GE Faaliyetlerini Destekleyici Tedbirler

Ekonomi sistemimizde devlet kuruluşlarından, özel bankalara değin mevcut kuruluşların kendilerini RS olgusu karşısında yenilemeleri gerekmektedir. Liberal ekonomilerde özerk ya da yarı özerk küçük sanayi yönetimlerinin kurulması, ilgili bakanlıkların yeni organlarının oluşturulması ile bu talebe cevap verilmeye çalışılmaktadır. Nitekim bunun Türkiye'ye yansması KOSGEB, Teknoloji Geliştirme Vakfı gibi kuruluşların oluşturulması şeklinde

¹⁴² Atilla, s.21

görülmüştür. TÜBİTAK, KOSGEB gibi kuruluşların kanunlarında yazılı amaçların incelenmesinden görülmektedir ki bu kuruluşlar sanayi, üniversite, girişimci arasında danışmanlıktan, teknoparkların kurulmasına, bilimsel yayıncılıktan aktif proje desteğine kadar uzanan geniş bir yelpazede faaliyet göstermektedirler. Yapılması gereken mevcut kuruluşların çalışmalarını desteklemektir.

Türkiye'nin RS'nin bir ayağı olan bilimsel gelişim alanındaki rolü nedir? Türk bilim politikasının hedefleri DPT tarafından hazırlanan kalkınma planlarında konmaktadır. Bu amaçla planlarda AR-GE harcamalarının, araştırma ve araştırmacı sayısının artırılması vb. hedefler konmaktadır. Bu çerçevede hedeflerin somutlaştırılması gereğinden söz edilebilir. Özellikle;¹⁴³

1. Araştırma ve geliştirme faaliyetlerinin desteklenmesi ancak somut katkılarla olabilir. Bu amaçla kurumlar ve gelir vergisi kanunlarında gerçek araştırma harcamalarına teşvik ya da istisna sağlayacak düzenlemelere ihtiyaç vardır.
2. Özel sektör, kamu veya üniversite bağlantılı özel statülü kuruluşların kuracağı AR-GE amaçlı kuruluşlarca ithal edilecek araç ve gerece gümrük indirimi sağlanmalıdır.
3. İstisna ya da muafiyet kapsamına alınacak AR-GE konusu harcamalara sağlanacak desteğin Türkiye'nin sanayi önceliklerine göre belirlenecek bir teşvik sistemi ile paralel olarak yürütülmesi sağlanmalıdır. Böylece sanayileşmede önceliği belirlenen sektörlerle ilişkin AR-GE harcamaları desteklenmiş olacaktır.
4. Özel kuruluşlar ya da kamu katkılı sanayi birliklerinin kuracakları AR-GE amaçlı tesislere uygun koşullarda kredi temin edilmesi sağlanmalıdır. Bunun için de mevcut teşvik sisteminde değişikliğe gitmek gereklidir.
5. AR-GE kuruluşlarına fon biriktirme, ithalat yapma gibi ayrıcalıklar sağlanabilir. Bu amaçla belli devlet kuruluşları kaynaklı fonlar tahsis edilebilir. Buna örnek olarak Teknoloji Geliştirme Fonu verilebilir.¹⁴⁴
6. İleri teknolojilerin izlenmesi ve incelenmesi amacıyla TÜBİTAK ve teknik üniversiteler birbirine iletişim ağıyla bağlanmalıdır. TÜBİTAK, devletin öncelik verdiği sektörler başta

¹⁴³ Tuncel, s.145

¹⁴⁴ Teknoloji geliştirme vakfı bugüne kadar 28 adet teknoloji projesine 8.2 milyon \$ destek vermiştir. AR-GE'ye ayrılan kaynak 17.5 milyon \$'dır. Savunma alanında Savunma Sanayi Müsteşarlığı, KOBİ'ler için KOSGEB, bilim projeleri bağlamında DOP-ROG programı, kurulan Türkiye Bilimler Akademisi hep fon kaynaklı gelirlerle yürütülmektedir. AKBABA, Gülgün 'Kalkınma İçin Çıkış Noktası, Bilim ve Teknoloji', Bilim ve Teknik Dergisi, Eylül, 1994, s.58,64

olmak üzere süreli yayınlarla harekete geçirme görevini üstlenmelidir.

7. Transfer edilen ve üretilen bilgilerin toplanacağı bir bilgi bankası kurulmalı ve patent ve lisanslara ilişkin veriler bu bankada yer almalıdır.

8. İleri teknolojilerin üretilmesi ve adaptasyonu konulu bölgesel merkezlerin o bölgedeki üniversiteler ve sanayi kuruluşları ile irtibatlanması sağlanmalıdır.

9. TÜBİTAK’da çalışan teknoloji alanında uzman personelin part-time değil full-time çalışması sağlanmalıdır.

10. EN kısa zamanda yurtdışında ve yurtdışında ileri teknoloji alanında çalışan bilim adamları, uzmanlar, kuruluşlar, özellikle Türk bilim adamları ve çalışmalarını kapsayacak bir envanter çıkarılmalıdır.

11. TÜBİTAK ve KOSGEB içinde oluşturulacak bir uzman grubunun teknoloji fuar ve sergilerine katılmaları sağlanmalıdır.

12. Teknolojik gelişmenin yoğun olduğu ülkelerde teknoloji ateşelikleri kurulmalı, milletlerarası kuruluşlarda temsilci bulundurulmalı, yurt dışındaki Türk bilim adamlarının eğitim amaçları olarak Türkiye’ye getirilmeleri sağlanmalıdır.

13. Yükseköğretim kurumlarında araştırma laboratuvarları merkezileştirilmeli, bölgesel laboratuvarlar ve bölgesel teknoloji merkezlerine yönelinmelidir.

14. Teknoloji bazlı doktora tezlerine, kurslara, eğitsel organizasyonlara teşvik edici parasal ve onursal ödüllendirme sistemi uygulanmalıdır.

15. Bütçeden üniversitelere ayrılan AR-GE fonlarının dağıtımında eşitlik değil, altyapı yeterliliği gözetilmelidir.

16. AR-GE harcamalarının GSMH’deki payının en azında %1’e çıkarılması hedeflenmelidir.¹⁴⁵

17. Üniversitelerdeki araştırmacı kadrolarının gelirleri iyileştirilmelidir.

18. Türkiye çapındaki YÖK, BİLKENT, TÜBİTAK, KOSGEB dokümantasyon sistemleri merkezi bilgi bankasına bağlanmalıdır.

19. Üniversite bağlantılı özel kuruluşlar ve kamu kuruluşlarında desteklenip yeşertilen projelerin ticari uygulamaları üzerine çalışacak bir Milli Teknoloji Merkezi kurulmalıdır. Bu merkezin geliştirdiği teknolojiyi desteklemesi için yatırım ortaklığı şeklinde ticari faaliyet gösterebilmesi gerekmektedir. Milli Teknoloji merkezi bilimsel desteğini TÜBİTAK vb. kuruluşlardan alabilir. Merkeze gidecek projeleri KOSGEB rasyonel olarak seçebilir.

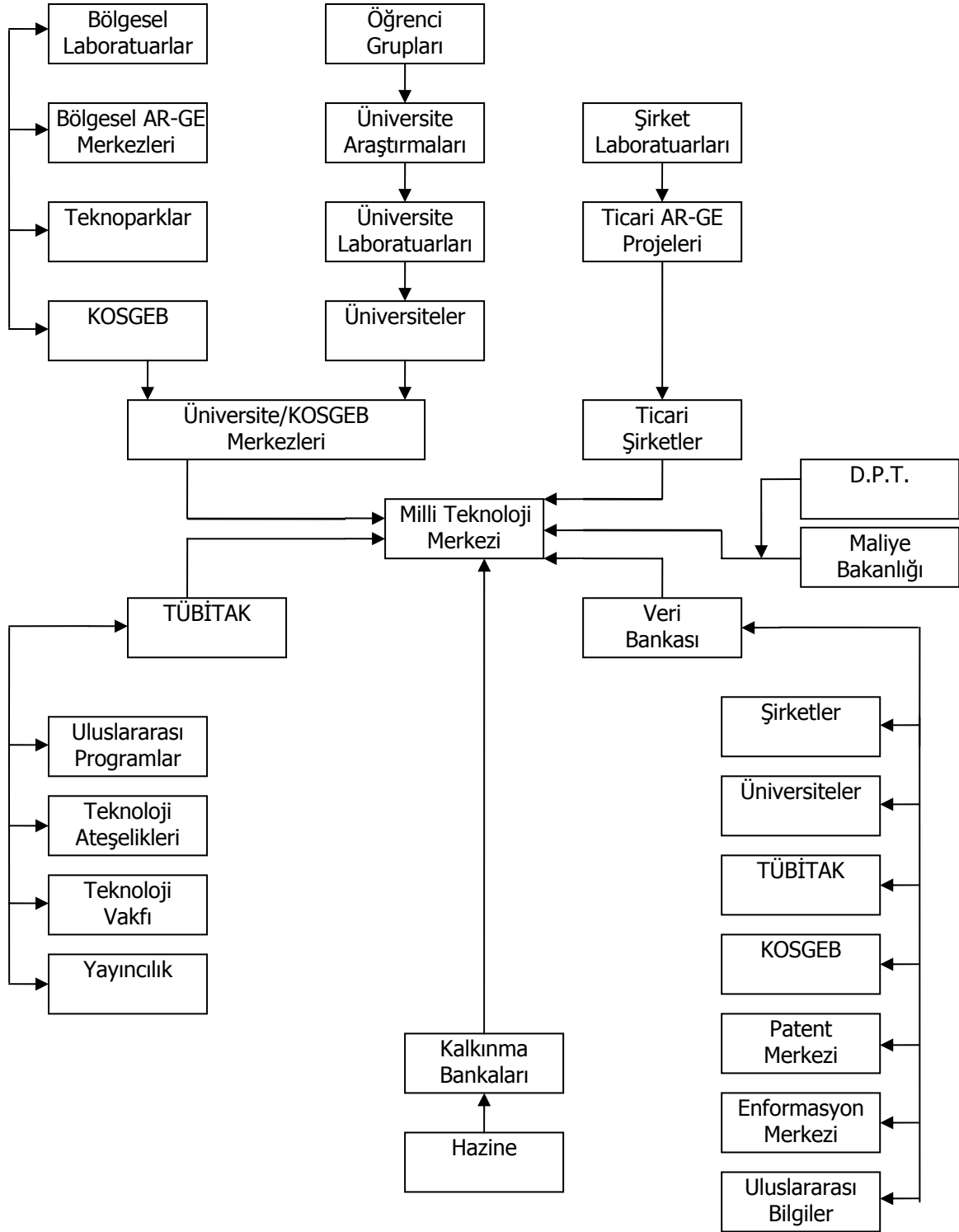
¹⁴⁵ Halen bu oran %0.5 olup, toplam AR-GE harcamalarının %67.8’ini yükseköğretim, %24’ünü kamu ve özel ticari kesim, %8.2’sini kamu kesimi gerçekleştirmektedir. Harcamaların %64’ünü kamu, %34’ünü ticari kesim, %0.4’ünü yurtdışı organizasyonlar finanse etmektedir.

20. Türkiye’de RS’ne yönelebilecek devlet kaynakları sınırlı olduğundan selektif seçim kriterleriyle belirlenen bir-iki sektöre ağırlık verebilir. Böylece kaynakların teknoloji dışında alanlara dağılımı önlenmiş olur. Bunun muhtemel sakıncası ise alan sınırlaması altında proje bulmanın zorluğu olabilir.

Türkiye’de bilimsel AR-GE faaliyetlerinin desteklenmesi amacıyla kurulacak bilgi ağı aşağıdaki gibi olmalıdır. (Şekil-7) Öngörülen ağı çalışmasını açıklayacak olursak;

Esas itibarıyla, bölgesel araştırma merkezleri, teknoparklar, bölgesel laboratuvarlar vb. kuruluşların kurulması KOSGEB’e kanunla verilmiş yetkililerdir. Zaten halihazırda KOSGEB, girişimciliğin desteklenmesi adına bazı teknik üniversitelerle ortak projeler yürütmektedir. Bu çerçevede, öğrenci grupları, araştırma laboratuvarları vb. imkanlarıyla teknik üniversiteler, KOSGEB bağlantılı olarak ABD’de çok başarılı olan kuvöz uygulamasının Türkiye’ye uyarlanması olacaktırlar. Merkezileştirilen araştırma ve laboratuvar hizmetleri, bütçeler belli alanlarda optimum organizasyonu sağlayabilecektir. Bu yapı hemen hemen işler durumunda zaten mevcuttur. Bu anlamda üniversitelerin harcama sıkıntıları vardır ancak KOSGEB’in kullandığı fonun yardımları ile sıkıntı bir ölçüde aşılabilecektir. Ayrıca geliştirilen projelerin ticari uygulamalarından sağlanacak gelir akımının belli bir yüzdesinin hak sahibi olarak üniversiteye dönmesi üniversite/KOSGEB finansmanında bazı sabit harcamaların karşılanmasında kaynak yaratabilecektir. Ticari şirketlerin bazıları bugün büyük teknoloji geliştirme imkanına sahiptirler. Örneğin Arçelik, Vestel vb. kuruluşların geliştirdikleri yenilikler gerçi KOBİ’ler ölçeğinde değildir ama ulusal teknoloji için dikkate alınması gereken bir öneme sahiptirler. Bunların AR-GE harcamalarına vergisel anlamda teşvik sağlamak sistem içinde yeterli olacaktır.

Amaçlanan Veri Bankası sistemin tüm unsurlarını kapayan bir enformasyon ağı ve patent merkezi olarak düşünülmüştür. Zaten bilgi kaynağı ve teknoloji envanteri açısından bu yapıya ihtiyaç duyulmaktadır. Böyle bir ağı TÜBİTAK bağlantılı olarak kurulması daha kolay olabilecektir. TÜBİTAK bir kurum olarak daha çok bilimsel yayıncılık, uluslararası ilişkilerin sağlanması, yeni teknolojilerin tanıtılması görevlerini üstlenen bir organizasyon olarak düşünülmüştür. Kurumun aktif katılım ayağını ise teknoloji geliştirme vakfı üstlenmiştir.



Şekil-7: AR-GE Faaliyetlerinin Desteklenmesine Yönelik Sistem Önerisi

Kaynak: Kürşat. Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**. Ankara: 2000, s.149

Milli Teknoloji Merkezi; üniversite/KOSGEB kaynaklı geliştirilmiş projelerin, özel sektör projelerinin ticari uygulamalarını amaçlayan bir organizasyon olarak düşünülmüştür. Milli Teknoloji Merkezi bu anlamda özerk bir devlet yatırım ortaklığı olacaktır. Üniversite/KOSGEB merkezlerinden veya KOBİ'lerden gelen projelere yatırım yapacak ve ağırlıklı olarak hazine kaynaklı RS fonlarını öz sermaye ortaklığı yolu ile sisteme aktaracaktır. Milli Teknoloji Merkezine bilimsel anlamda yardım verecek yan kuruluşlar TÜBİTAK ve veri bankası olacaktır. Teknolojik yardım ise KOSGEB bağlantılı kuvözlerden alınacaktır. Sistemde DPT'nin rolü teşvik edilecek sektörlerin belirleneceği kalkınma planının hazırlanması, Maliyenin rolü ise teşvik ve muafiyet tanınması hususlarındadır. Sistemin yatırım organizasyonunu içeren yapısı, vergisel teşviklerle beraber ayrıca açıklanacaktır.

AR-GE faaliyetlerinde böyle bir organizasyona aşağıdaki nedenlerden dolayı gerek duyulmuştur:¹⁴⁶

1. Türkiye'de özel sektör RSYO'larının kurulması, kısa dönemli beklentiler ve yüksek risk dolayısıyla zor görülmektedir.
2. Öngörülen RSYO'lara yüksek tutarlı, uzun dönemli fon sağlayabilecek ortaklar yoktur.
3. Bankalar, özel finans ortaklıkları, yatırım bankaları RSYO kurulmasına cesaret edememektedirler.
4. Dünya'da devletin desteği ile RS başarıya ulaşmıştır.
5. Proje değerlendirme konusu yüksek uzmanlık, tecrübe ve geniş bilgi ağı gerektirmektedir.
6. Özel sektör, üniversite bağlantısı uzun yıllardır sağlanamamaktadır. Üniversitelerin fon sıkıntısı ancak devlet yoluyla aşılabilecektir.
7. AR-GE ortaklığı bazı uygulamalar ve bilimsel anlamda destek uygulamaları Dünya'da başarılı olmuştur.
8. Devlet bu yolla doğrudan proje seçme durumunda bırakılmamakta, seçim bilimsel kaynaklı olmaktadır.
9. Uluslararası ilişkiler ve programlar, merkezi enformasyon gibi konular özel sektörün tek başına rekabet edebileceği alanlar değildir.
10. IFC vb. uluslararası kuruluşlar RS uygulamasında öncülüğü devletin üstlenmesini istemektedirler.
11. Üniversite, KOSGEB, TÜBİTAK gibi kuruluşların sisteme girmesi devletin şirket kurtarma, esnaf finansmanı sağlama ve KİT'leşme eğilimini engelleyecektir.

¹⁴⁶ Tuncel, s.150

12. Hazine fonlarının politik amaçlarla kullanımı engellenmiş olur.

13. Milli Teknoloji Merkezi'nin halka açılması yolu ile fon girişi sağlanabilir. Merkez üzerindeki hazine fonlarının baskısı hafifletilebilir. Bu davranış ile RS sektörü özelleştirilmiş olur. Devletin öncülüğü başarılı olursa özel sektör özendirilmiş olur.

14. Devletin bu yolla RS'ne katkısı kredi verme değil ortak olma şeklinde olmaktadır.

Ana hatları açıklanmaya çalışılan, üniversite/KOSGEB destekli projelerin bir devlet RSYO aracılığı ile yatırıma dönüşmesi uygulamasının takibi mevzuat ve vergisel anlamda desteklenmesi gerekmektedir. Burada da Dünya uygulamalarının yol göstermesinden yararlanılarak yeni bir yapı önerilmektedir.

6.5.2. Teşvik Sistemi Bazlı Tedbirler

1. Birçok sanayi kolu teşvik görmekte ancak bu yetersiz teşvik nedeniyle uygulamada kilitlenmeye neden olmaktadır. Bu nedenle stratejik sektörler tespit edilmelidir.¹⁴⁷

2. Teşvik mevzuatı teknoloji bazlı sektörlerle teşvik sağlayacak şekilde revize edilmelidir.

3. Teşvik uygulamasında kalkınma ve yatırım bankaları aracı kurumlar olduklarından öncelikle düşünülmektedir. Bu tür bankaların sahip oldukları işletmecilik tecrübesi göz ardı edilmemelidir.

4. Kalkınma bankalarının dahil olduğu bir sistem RS'ne kamu fonlarının aktarılmasında daha yararlı olacaktır. Devlet bu amaçla ayrı bir kurum kurmamalıdır.

5. Teminata dayalı kredi teşvik sisteminde özellikle uluslararası kaynaklı bir takım fonlar, RS olarak değerlendirilmelidir.

6. Devlet kesiminde RS şirket kurtarmaya yönelik olmamalıdır. RS bir teşvik mekanizması değildir. Kalkınma bankalarının RS'ne katkısı ancak kaynakları RS mantalitesi ile kullanırsa olabilir aksi halde bu fon transferi olur.

7. RS, esnaf ve sanatkarlara finansman sağlamak veya güneydoğunun kalkındırılması amacıyla kullanılmamalıdır.

8. Bölgesel girişimcilerin, belediyelerin, il özel idarelerinin RS'ne aynı sermaye katkılarını değerlendirmek amacıyla bir organizasyon oluşturulmalıdır.

9. KOSGEB fonları proje desteği amacıyla kullanılmalıdır. Bu fonların artırılmasına yönelik mevzuat tedbirleri alınmalıdır.

¹⁴⁷ Tuncel, s.151

10. Sigorta şirketleri ve emeklilik kuruluşlarının yasal teminatları konusu yeniden düzenlenerek RS yatırımlarına girişmeleri serbestleştirilmelidir. Bugün Sigorta Murakabe Kurulu sigorta şirketlerinin hisse senedi tutma oranları yükseldiğinde bile, mali riskini yükseltmiş olarak değerlendirmektedir.

11. Aynı husus bankalar, özel finans kuruluşları vb. kuruluşlarda da geçerlidir. Yasal teminat olarak kabul edilen devlet borçlanma senetleri ile beraber belli bir oranda özel sektör menkul kıymeti de tutulmalıdır. Bu çerçevede borsada işlem gören RSYO hisse senetlerinin alınması desteklenebilir.

12. Kalkınma bankaları ve devlet kuruluşlarının, Teknoloji Merkezi'nin hisselerini alması sağlanmalıdır. Özel sektör şirketlerinin ortaklığının sağlanması amacıyla gelir vergisi istisnası sağlanmalıdır. Bu tür bir vergiden müstesna ortam, yabancı yatırımcıları da cezbedecektir.

13. Vergisel istisna tanınması aslında vergi kaybı yaratmayacak, istisnalardan kaybedilen vergi, yeni kurulacak şirketlerde kurumlar vergisi olarak geri alınacaktır

14. Özel finans kurumlarının her tür RS yatırımı tanımına girecek öz sermaye katılımları vergi anlamında RS sayılmalıdır. Bu amaçla RS yatırımı yapabilecek kuruluşlar değil, RS yatırımının kapsamı teşvik ilkeleri çerçevesinde, ulusal çıkarlar doğrultusunda belirlenmelidir.

15. Merkez Bankası özel finans kurumlarının murabaha yatırımlarını yakından kontrol etmelidir.

16. Özel finans kurumlarının karlarından %2.5 oranında zekat olarak ayırdıkları tutar RS yatırımlarına aktarılmalıdır.

17. En önemli tedbir, İslam bankalarının, yatırım bankalarının, ticari bankaların zorlayıcı portföy sınırlamaları altına sokulması amacıyla gerekli mevzuat değişikliklerinin yapılmasıdır. Ayrıca, yatırım ve kalkınma bankaları ile ticari bankaların, mevduatlarının veya genel olarak kaynaklarının %1'lik bir kısmını kurulacak RSYO'ların hisse senetlerine yatırımları sağlanmalıdır. Tüm bankalar, sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kuruluşları düşünüldüğünde teker teker yatırıma girmeyen küçük tutarlar, Milli Teknoloji Merkezi gibi bir özerk devlet RSYO'nun havuzuna akarak yatırıma dönüşebilecektir.

18. RSYO ve RSYF'larına tanınan vergisel istisnaların kapsamı tüm RS yatırımlarına genişletilmelidir demiştik. Burada bir kıstas da öz sermaye yatırımı olabilir. Teknolojik anlamda gelişim için, mevzuatta öz sermaye yatırımı ile yeniliğin finansmanı hedeflenmiştir. Ancak bunun bir özel istisnası Dünya'da, İngiltere'de özellikle yaygın olan ele geçirilmelerin finansmanı olabilir. Türkiye gibi özelleştirme uygulamasına girecek bir ülke için MBO ve

LBO uygulamaları RS için çok özel bir alan açabilir. Özelleştirme kapsamındaki uygulamalarda RS'nın kullanılması, öz sermaye finansmanının bir istisnasını oluşturabilir. Bu bakımdan RS yatırımı kapsamına bu tür özelleştirme operasyonları da dahil edilmeli ve kredi yalnız bu tip durumlara has olarak kullanılabilirdir

19. RSYO'ları için borç vermenin bir yolu olarak, finanse edilen şirketin tahvil, finansman bonusu vb. menkul kıymetlerinin alınması imkanı tanınmıştır. Bu çerçevede LBO ve MBO'lar için sermaye piyasası alanında kalmak suretiyle yapılacak faizli kredi aktarımları için vergisel istisna sağlanabilir.

20. Devletin RSYO'ların hisse senetlerini alması onu proje değerlendirme yükünden ve kamuoyunun baskısından kurtaracaktır. Bu nedenle devlet kaynağı RSYO'na ortak olarak aktarmalı ancak yönetimine katılmamalıdır. Hatta literatürde devlet ortaklığının %50'yi aşamaması önerilmektedir.

21. Dünya'da çeşitli uygulamalara konu olan devlet garantili borç verme sistemi (SBA, BSS, BES, LGS tipi destekler) Türkiye için uygun olmayacaktır. Zaten Dünya'da da borca dayalı finansman, kaynak sınırlılığı ve bir vade kısıtı getirildiğinden çok başarılı olmamaktadır. Bu tür finansmanın hedef aldığı büyüme projeleri, Türkiye'de RS uygulaması olarak yenilik finansmanı düşünüldüğünden amaç dışı kalmaktadır. Gerçi Türkiye'de 8-10 yıl vadeli kredi açma şeklinde bir teşvik sistemi vardır ama bunun tutarı çok sınırlıdır. Bu tür teşviklerinde özelleştirme uygulamalarının desteklenmesine yöneltilmesi ve RS olarak ele geçirmelerde kullanılması hedeflenen sermaye finansmanı uygulamasının tek istisnasını oluşturabilecektir.

22. Her tür patent ve lisans anlaşmazlıklarını çözümleyebilecek bir patent kanunu hazırlanması gerekmektedir.

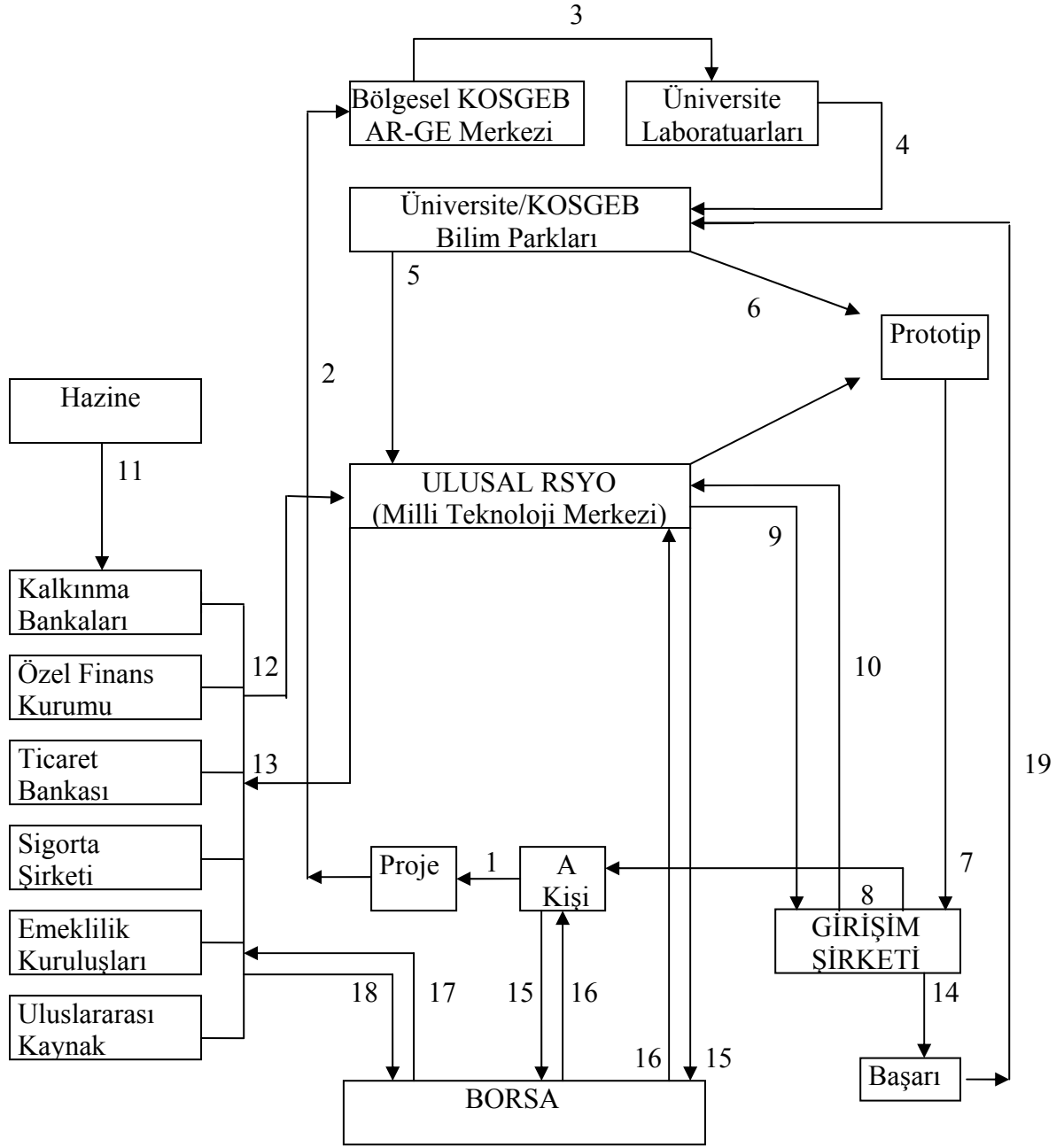
23. Türkiye'de bankacılık kesimi sistemin büyük oyuncularını konumundadır. Bu nedenle RSYO hisse senetlerine yatırım yapmalarını sağlayacak teşvikler olmadan salt zorlama ile bankaları RS alanına itmek hem tepki doğuracak hem de bankaların bu yükü kaynak maliyetlerine bindirmelerine yol açacaktır. Bunu önlemenin yolu RSYO'larına yapılan yatırımların sağladığı kar paylarının bankalar içinde vergi dışı bırakılmasıdır. Zaten portföy işletmeciliği kazançları RSYO'lar için kurumlar vergisinden müstesnadır. Bu tür bir teşvik RSYO hisse senetlerine talep yaratacaktır.

Daha önce açıklanan AR-GE ağı yapısı ile açıkladığımız teşvik bazlı tedbirler birleştirilecek olursa model önerimiz ortaya çıkmaktadır. Demek ki ana hatlarıyla sistemdeki devlet, finansmanı faiz değil ortaklık esasına dayandırılmalıdır. Kurulacak RSYO'da devlet

öncü rolü üstlenecek ancak yönetime katılmayacaktır. Proje seçimi profesyonel ellerde bilimsel bazda yapılacaktır. Mekanizma KOBİ'lere teşvik sağlayacaktır. Model de önerilen şirket tipi olarak, mevzuattaki RSYO yapısı kullanılmıştır. Çünkü RSYO bir A.Ş.'dir bu yapı; tüzel kişiliğin olması, faaliyet konusunun esas sözleşme ile belirli olması, profesyonel yönetim kurulu, hisse senedi ihracının ve tedavülünün nispeten kolay olması, yabancı sermayedarların katılımının kolaylaştırılması, borçlanmayı temsil eden menkul kıymet ihracı olanağı tanınması, kayıtlı sermaye sistemini kullanabilme gibi avantajlar sağlamaktadır.

Ayrıca yatırım ortaklığı hisse senetleri, SPK'nın talebi ile borsaya kote olabilmektedir ve halihazırda MKYO formunda birçok örneği bulunmaktadır. Model kabaca aşağıdaki Şekil-8 'de izah edilmektedir.

- 1.A kişisi projesini olgunlaştırır ve bir RS finansmanı sağlamayı düşünür.
- 2.Proje, girişimcinin bulunduğu bölgedeki KOSGEB merkezine getirilir.
- 3.KOSGEB'de incelenen proje üstünde üniversite laboratuvarlarında çalışmalar yapılır.
- 4.Çalışılan projeler üniversite/KOSGEB bilim parkları envanterine dahil edilir.
- 5.Olgunlaşan projenin ticari uygulamasının belirlenmesi için ulusal RSYO'na başvurulur.
6. Kabul edilen proje için üniversite/KOSGEB bilim parkları ve ulusal RSYO ortaklığında ön çalışma yapılır.
7. Başarılı ön çalışmadan sonra bir girişim şirketi kurulur.
8. Girişimciye şirket hisselerinden pazarlık esasına göre pay verilir.
- 9-10. Ulusal RSYO girişim şirketine sermaye koyar ve kalan hisse senetleri için pazarlıkta belirlenen oranda ortak olur.
11. Hazine'den kalkınma bankalarına RS amaçlı fon aktarılır.
- 12-13. Yatırımcı kaynaklar ulusal RSYO'nun hisse senetlerini satın alır. Karşılığında RSYO'na finansman sağlanmış olur.
14. Proje başarıya ulaşır ve kar sağlanır.
- 15-16. Karlı hale gelen girişimci şirket hisseleri borsada likidite edilir. Karşılığında RSYO veya girişimci şahıs nakit elde eder.
- 17-18. Yatırımcı kuruluşlar RSYO'nun hisse senetlerini borsada satarak likidite edebilirler.
19. Girişimci şirketin satışlarından belli bir yüzde pay bilim parkına ödenir.



Şekil-8: Türkiye İçin Özgün Bir RS Modeli Önerisi

Kaynak: Kürşat. Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**. Ankara: 2000, s.155

Modelin oluşturulmasında göz önüne alınan faktörler aşağıda sunulmuştur.¹⁴⁸

1. Ulusal RSYO, RS alanında devlet adına öncülüğü üstlenecek özerk bir profesyonel yatırım kuruluşudur.
2. RSYO hisselerini devlet kuruluşları alacak ama yönetime katılmayacaklardır. Kalkınma bankaları hazine fonlarını aktarma mekanizması olarak öngörülmüştür.
3. Ticari bankalar ve özel finans kurumlarının RSYO'na yatırımları teşvik tedbirleri kapsamındaki önerilerimiz çerçevesinde gerçekleştirilebilir.
4. Yatırımcı kuruluşlar kendileri proje seçmemektedir. Proje seçimi tamamen üniversite bağlantılı bilim parklarında yapılmaktadır. Proje seçiminde bilimsel kıstaslar gözetilmektedir. Bu aşamanın finansmanı KOSGEB fonu tarafından sağlanacaktır. Teknoloji Geliştirme Vakfı'nın bu aşamaya bağlanması sağlanabilir.
5. Ticari şirkete dönüşebilecek projeyi ulusal RSYO belirler ancak burada da bilim parkı ile RSYO arasında ortak çalışma mevzuatıdır. Aslında ulusal RSYO, KOSGEB'in yatırım yapma işini üstlenen bir bağlı kuruluşu olarak düşünülmüştür.
6. Modelde şirketin başarıya ulaşması halinde satışların belli bir yüzdesinin bilim parklarına aktarılması ABD AR-GE ortaklıklarından esinlenilmiş bir uygulamadır.
7. Mevzuattaki RSYF ve RSYŞ'lerin ölü doğması bu modelin RSYO şeklinde kurulmasını zorunlu kılmaktadır. RSYŞ'ne gereksinim yoktur. Bu görevi yürütecek KOSGEB/üniversite bilim parklarının uygulama ayağını ayrı bir kuruluşmuş gibi görülen ulusal RSYO (teknoloji merkezi) oluşturmaktadır. Ancak RSYO ile bilim parkı birlikte çalışmaktadır. Bu tür bir yaklaşım Dünya'daki yönetici, proje seçici RSYO uygulamasına da benzemektedir. RSYF'na benzer bir uygulamada ise bazı yönetsel sorunlar vardır ve RSYF katılma belgelerinin RSYO hisse senetleri gibi borsada işlem görmesi, halka açılma yolu ile ek kaynak sağlanması imkanları mevcut olmamaktadır. RSYF'larında fon miktarı artırımında hukuki prosedür uzun olmaktadır. Halbuki kayıtlı sermaye sistemindeki bir RSYO kolayca sermaye artırımı yapabilir. Hukuki anlamda sakıncaları ve tartışmaları açıklanan RSYŞ'lerinin mevzuat anlamında aşılması da model çerçevesinde görüldüğü gibi mümkündür. Yönetim danışmanlığı hizmeti zorlama kurumlarla değil sistemde mevcut kuruluşlardan yararlanarak sağlanmalıdır. Sonuç olarak yapısal ve vergisel tedbirlerin uygulanması için siyasi iktidarın kararı ve devlet fonlarının RS amacına yönlendirilmesi gerekmektedir. Görüleceği gibi önerilen model için çok büyük değişimler gerekmemektedir ancak bazı mevzuat düzenlemeleri gereklidir.

¹⁴⁸ Tuncel, s.156

BÖLÜM VII

TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİNİN ANLAŞILIRLIĞI ÜZERİNE BİR UYGULAMA

Bu çalışmadaki amaç risk sermayesinin ülkemizde nasıl algılandığını ve ne şekilde uygulandığını araştırmak ve elde edilen veriler ışığında Türkiye’de risk sermayesinin başarılı olup olmadığını değerlendirmektir. Bu maksatla çalışmamızın bu bölümünde risk sermayesini kullanan ve kullanmakta olan firmalara yönelik olarak bir anket düzenleyerek bu firmaların risk sermayesi ile ilgili görüşlerine ulaşılmak istenmiştir.

Kullanılan anket 15 sorudan oluşmuş ve 32 şirkete uygulanmıştır. Ankette sorulan sorular Ek 1’de ve anketin uygulandığı 32 firma ise Ek 2’de gösterilmiştir. Elde edilen sonuçlar SPSS adlı istatistik programı ile değerlendirilmiştir.

Elde edilen sonuçlar tablolar yardımıyla açıklanmaya çalışılmıştır. Anketin genel olarak güvenilirliğine baktığımızda 0.751 gibi bir sayı (Tablo 3) karşımıza çıkmaktadır. Normal şartlar altında 0.7 ve üzerindeki değerler bize yapmış olduğumuz anketin güvenilir olduğunu gösterir.

Tablo 1 Frekans Tablosudur ve her bir soruda hangi seçeneğin kaç kişi tarafından işaretlendiği ve bunun yüzde olarak ifadesi yer almaktadır. Anket, sonuçları itibarıyla güvenilir olsa da tablo 1 incelendiğinde kararsızların toplam anket ortalamasında %25 gibi büyük bir oran teşkil ettiği görülmektedir. Bu nedenle ankette sorduğumuz sorularla ne amaçladığımızı ve kararsızların neden bu kadar büyük orana ulaştığını anlamak amacıyla sorduğumuz soruları ayrı ayrı incelemek gerekmektedir. Ancak bu noktada karşımıza bir takım sorunlar çıkmaktadır. Bu sorunların en önemlisi risk sermayesinin uzun ve farklı aşamalara sahip bir süreç olmasıdır. Risk sermayesini kullanmakta olan firma bu yatırım şekline ilk aşamadan başlayabileceği gibi farklı aşamalardan da başlayabilir. Aynı zamanda sürecin uzun olması nedeniyle bütün aşamaları da tamamlamamış olabilmektedir. Bu nedenle risk sermayesi ve aşamaları ile ilgili olarak tam ve net bir bilgi sahibi olmayabilirler.

Tablo 1 Frekans Tablosu

Risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yeni fikirlerin gerçekleşmesine imkan tanıyan bir yatırım finansman seklidir

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	1	3,1	3,1	3,1
	Katiliyorum	16	50	50	53,1
	Tamamen_Katiliyorum	15	46,9	46,9	100
	Total	32	100	100	

Risk Sermayesi yatırım projesi, gelisme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve mallarin üretimini içermelidir

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	1	3,1	3,1	3,1
	Kararsizim	2	6,3	6,3	9,4
	Katiliyorum	18	56,3	56,3	65,6
	Tamamen_Katiliyorum	11	34,4	34,4	100
	Total	32	100	100	

Risk sermayesinin kapsamı sadece parasal desteklerle sınırlıdır

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Hic_Katılmıyorum	4	12,5	12,5	12,5
	Katılmıyorum	17	53,1	53,1	65,6
	Kararsizim	8	25	25	90,6
	Katiliyorum	3	9,4	9,4	100
	Total	32	100	100	

Risk sermayesinin sadece başlangıç aşamasında uygulanmasının diğer aşamalarda uygulanmasından daha başarılı olacağını düşünüyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	3	9,4	9,4	9,4
	Kararsizim	16	50	50	59,4
	Katiliyorum	13	40,6	40,6	100
	Total	32	100	100	

Risk sermayesinin, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde başarılı olduğuna inanıyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	1	3,1	3,1	3,1
	Kararsizim	3	9,4	9,4	12,5
	Katiliyorum	20	62,5	62,5	75
	Tamamen_Katiliyorum	8	25	25	100
	Total	32	100	100	

En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olduğunu düşünüyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Kararsizim	11	34,4	34,4	34,4
	Katiliyorum	15	46,9	46,9	81,3
	Tamamen_Katiliyorum	6	18,8	18,8	100
	Total	32	100	100	

Risk sermayesi finansman modelinin uygulanmasi için yatırım yapılan firmanin küçük yada büyük ölçekli olması önemlidir

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Hic_Katılmıyorum	1	3,1	3,1	3,1
	Katılmıyorum	10	31,3	31,3	34,4
	Kararsizim	15	46,9	46,9	81,3
	Katiliyorum	6	18,8	18,8	100
	Total	32	100	100	

Devletin risk sermayesi yatirimlarini gelistirici yönde gerekli kolayligi gösterdigini düşünüyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Hic_Katılmıyorum	1	3,1	3,1	3,1
	Katılmıyorum	13	40,6	40,6	43,8
	Kararsizim	8	25	25	68,8
	Katiliyorum	10	31,3	31,3	100
	Total	32	100	100	

Firmamizda AR-GE faaliyetlerine yeterli fon aktarimi yapildigina inanıyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	1	3,1	3,1	3,1
	Kararsizim	4	12,5	12,5	15,6
	Katiliyorum	24	75	75	90,6
	Tamamen_Katiliyorum	3	9,4	9,4	100
	Total	32	100	100	

Bati'daki örneklere nazaran ülkemizde risk sermayesi uygulamalarinin az olmasinin nedeninin, sermaye yetersizligi olduğunu düşünüyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katiliyorum	11	34,4	34,4	34,4
	Tamamen_Katiliyorum	21	65,6	65,6	100
	Total	32	100	100	

Risk Sermayesi nedeniyle yetki paylasiminin firmanin gelisimi üzerinde sinerji yarattigina inanıyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	2	6,3	6,3	6,3
	Kararsizim	11	34,4	34,4	40,6
	Katiliyorum	14	43,8	43,8	84,4
	Tamamen_Katiliyorum	5	15,6	15,6	100
	Total	32	100	100	

Risk sermayesi sirketinin sundugu hizmetleri (bütçe sisteminin gelistirilmesi, pazar problemlerinin çözümü vs.) kullanan firmaların bu hizmetlerden mahrum olan firmalara göre avantajli olduğunu düşünüyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Kararsizim	3	9,4	9,4	9,4
	Katiliyorum	15	46,9	46,9	56,3
	Tamamen_Katiliyorum	14	43,8	43,8	100
	Total	32	100	100	

Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşıladığını düşünüyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	1	3,1	3,1	3,1
	Kararsızım	8	25	25	28,1
	Katılıyorum	16	50	50	78,1
	Tamamen_Katılıyorum	7	21,9	21,9	100
	Total	32	100	100	

Sirketlerin orta ve uzun vadeli hedeflerinde halka açılmayı da düşünmeleri konusunda risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılmıyorum	9	28,1	28,1	28,1
	Kararsızım	11	34,4	34,4	62,5
	Katılıyorum	12	37,5	37,5	100
	Total	32	100	100	

Ekonomik sistem içinde KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Katılıyorum	14	43,8	43,8	43,8
	Tamamen_Katılıyorum	18	56,3	56,3	100
	Total	32	100	100	

Anket 32 firmaya uygulanmış ve bu firmaların bir kısmı risk sermayesini kullanmış firmalar olup bir kısmı ise halen kullanmakta olan firmalardır. Ankete katılan firmaların 10 tanesi 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş yani risk sermayesinin tüm aşamalarını tamamlamamış olan firmalardır. Şimdi bu ön bilgilerin ışığında ankete sorulan soruları değerlendirebiliriz:

Risk Sermayesi; Dinamik, Yaratıcı ve Yeni Fikirlerin Gerçekleşmesine İmkan Tanıyan Bir Yatırım Finansman Şeklidir

Burada anlaşılmak istenen kişilerin risk sermayesini ne olarak görme eğiliminde olduklarıdır. Yani gerçekten ortaya koyduğu fikir ile yeni bir ürün geliştirmek isteyen ancak elinde şirket kurmaya ve üretime geçmeye yetecek sermaye bulunmayan girişimcilerin başvurduğu bir yatırım finansman şekli mi yoksa daha düşük maliyetli olduğunu düşündüğünden ihtiyaç duymadığı halde bu yolla finansman sağlamayı amaçlayan kişilerce kullanılan bir finansman şekli olarak mı görülmektedir.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yeni fikirlerin gerçekleşmesine imkan tanıyan bir yatırım finansman şeklidir’ düşüncesine katılımcıların %97’si katılıyorum ve tamamen katılıyorum diye görüşlerini bildirmişlerdir.

Risk Sermayesi Yatırım Projesi, Gelişme Potansiyeli Gösteren Yeni Teknoloji ve Malların Üretimini İçermelidir.

Bu soruda amaçlanan, risk sermayesinin sadece katma değeri yüksek yeni teknolojilerin geliştirilmesi için mi kullanılması yoksa var olan ve yerleşmiş bir pazara sahip sektörlerde de kullanılabileceğinin sorgulanmasıdır. Gerçek şudur ki; risk sermayedarı bu tarz riskli bir yatırımı ancak yatırım süresi sonunda elde edeceği yüksek kar beklentisiyle kabul eder ve var olan oturmuş bir sektörde bu oranda yüksek kar elde etmek mümkün gözükmemektedir. Bu nedenle risk sermayesi hem insanların hayatını kolaylaştıracak hem de katma değeri yüksek olan yeni ürün ve malların geliştirilmesine yatırım yapmayı tercih etmektedir.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Risk sermayesi yatırım projesi, gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermelidir’ düşüncesine katılımcıların %91’i katılıyorum ve tamamen katılıyorum diye görüşlerini bildirmişlerdir.

Risk Sermayesinin Kapsamı Sadece Parasal Desteklerle Sınırlıdır

Bu soruda amaçlanan, girişimcilerin risk sermayesini sadece üretim ve pazarlama aşamasına gelindiğinde ihtiyaç duyulan sermayeyi karşılayan bir kuruluş olarak mı yoksa hem şirketin yönetimine profesyonel yöneticilerle destek sağlayan hem de ortaya çıkan ürüne yeni bir pazar oluşturmak amacıyla da yardımcı olan kısacası üretimin her aşamasında girişimci ile beraber ortak hareket eden bir kurum olarak mı gördüğünün anlaşılmasıdır.

Yaptığımız ankette, araştırmaya katılanların %65'i 'Risk sermayesinin kapsamı sadece parasal desteklerle sınırlıdır' düşüncesini katılmıyorum ya da hiç katılmıyorum diye yanıtlamışlardır. Ancak %25 gibi yüksek bir oranın kararsız kaldığı görülmektedir. Bunun nedenlerinin ne olduğu üzerinde durmak gerekir. Öncelikle şunu belirtmek gerekir ki kararsız olarak cevap veren 8 firmanın 6'sı 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan yeni firmalardır. Risk sermayesi finansman modeli birçok aşamadan oluşmaktadır. Risk sermayesi şirketi yatırıma riski göze alarak ilk aşamadan başlayabileceği gibi diğer aşamalarda da başlayabilir. Aynı zamanda girişimcinin de hangi aşamada bu tarz bir desteğe ihtiyaç duyduğu da önemlidir. Sonuçta her aşamanın kendine göre bir riski, yatırım kriteri, kar beklentisi ve farklı destek türleri vardır. Diğer dikkat edilmesi gereken noktada girişimcinin risk sermayesini ne için istediğidir. Var olan ve karlı çalışan bir şirkette üretim kapasitesini arttırmak, ek çalışma sermayesi finansmanı vs. gibi nedenlerle risk sermayesi talep edebilir ve bu gibi durumlarda risk sermayesi şirketinden sadece parasal destek olarak yararlandığı görülmektedir.

Risk Sermayesinin Sadece Başlangıç Aşamasında Uygulanmasının Diğer Aşamalarda Uygulanmasından Daha Başarılı Olacağını Düşünüyorum

Bu soruda amaçlanan risk sermayesi yatırım aşamalarının içeriğinin ne olduğunun girişimci tarafından tam olarak anlaşılıp anlaşılmadığının belirlenmesidir. Bilindiği gibi her yatırım aşamasının kendine göre bir riski, beklentisi ve süresi vardır. Girişimci ve risk sermayedarının ortak olarak girişeceği bir yatırımda beklentilerin ne olduğu ve sürecin nasıl işleyeceğinin tam olarak anlaşılması gerekir. Başlangıç aşaması yatırımları risk sermayesinin en riskli bölümü olup çoğu kez risk sermayesi kavramı ile birlikte ele alınmaktadır. Bu tip yatırımı ürün geliştirme ya da firmanın pazara girişte kullanması amacıyla risk sermayesi tarafından finanse edilmesi olarak tanımlayabiliriz. Bu tür yatırımlar risk sermayedarı için yüksek risk içermekle beraber, getiri olarakta oldukça tatminkardır. Yatırımın performansı risk sermayedarının yeteneğine ve sürekli ilgisine bağlıdır.

Yaptığımız ankette, araştırmaya katılanların %41'i 'Risk sermayesinin sadece başlangıç aşamasında uygulanmasının diğer aşamalarda uygulanmasından daha başarılı olacağını düşünüyorum' diye görüş belirtmişlerdir. Ancak katılımcıların %50'sinin kararsız oldukları görülmüştür. Kararsız olarak görüş bildiren 16 firmanın 10 tanesinin 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan firmalar olduğunu belirtmek gerekir. Bunun nedenleri olarak bu aşamada yapılan yatırımın karşı karşıya kalabileceği riskler ve risk sermayedarı ile girişimci arasında firmanın çoğunluk hissesinin dolayısıyla yönetimin kimin elinde kalacağı hakkında yapılan pazarlıklar gösterilebilir. Bu iki neden birbiriyle yakından ilintilidir. Çünkü bu aşamada risk sermayedarı yüksek riski göze alarak büyük miktarda sermaye yatırımı yapmakta ve dolayısıyla yüksek oranda hisseye sahip olmak istemektedir. Girişimci ise teşebbüsü kontrol altında tutmak istemekte, bu nedenle risk sermayedarı ile sıkı pazarlıklar yapmaktadır. yine bu aşamada girişimci şirketin yönetim kadrosu bazı alanlarda yeteri kadar bilgi ve deneyime sahip olmayabilir. Firmanın ve yatırımın başarısı için, bu tür yetersizliklerin tespitinde, bunların nasıl halledileceği ve bu işe kimin tayin edileceği konularında, girişimci ile risk sermayedarı aynı fikirde olmalıdır. Bu aşamada risk sermayedarı ile ilgili bir başka unsurda, ilk taahhüdünün birkaç katı büyüklüğünde ek finansman sağlama zorunda kalabileceğidir.

Risk Sermayesinin, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde başarılı olduğuna inanıyorum

Bu soruda amaçlanan; risk sermayesinin, küçük tasarrufların birleşerek bir havuz oluşturmaya ve bu havuzda toplanan paralarla yatırım yapılmasına elverişli bir yatırım şekli olarak görülüp görülmediği araştırılmıştır.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz 'Risk sermayesinin, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde başarılı olduğuna inanıyorum' düşüncesine katılımcıların %88'i katılıyorum ve tamamen katılıyorum diye görüşlerini bildirmişlerdir.

En Düşük Maliyetli Finansman Aracının Risk Sermayesi Olduğunu Düşünüyorum

Bu soruda amaçlanan, girişimci açısından fikri geliştirmek ve üretime başlayabilmek için gerekli sermayesinin sağlanması konusunda risk sermayesinin diğer alternatifler arasında farklı konumunun olup olmadığının belirlenmesi amaçlanmıştır.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olduğunu düşünüyorum’ sorusuna katılımcıların %66’sı katılıyorum ve tamamen katılıyorum diye görüş belirtmişlerdir. Ancak yine ankete katılanların %34’ü kararsızım diye görüş belirtmişlerdir. Kararsız olarak görüş bildiren 11 firmanın 7 tanesinin 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan firmalar olduğunu belirtmek gerekir. Bu kararsızlığın nedenleri olarak diğer alternatifler ile risk sermayesi arasındaki farkın tam olarak anlaşılmadığı gösterilebilir. Diğer alternatifler derken banka kredisi, ipotek vs. gösterilebilir. Bunların hepsi dışarıdan finansman sağlama yollarıdır. Oysa risk sermayesinde risk sermayedarı firmaya ortak olmakta ve kendi çıkarlarını ve firmanın çıkarlarını bir tutmaktadır. Risk sermayedarının yaptığı bir öz sermaye yatırımdır. Bu nedenle en düşük maliyetli finansman şekli olarak görülmektedir.

Risk Sermayesi Finansman Modelinin Uygulanması İçin Yatırım Yapılan Firmanın Küçük ya da Büyük Ölçekli Olması Önemlidir

Bu soruda amaçlanan, risk sermayesi yatırımı için uygun görülen firmaların seçiminde dikkate alınması gereken firmaların seçiminde firmanın aktif büyüklüğünün de önemli bir etken olup olmadığının belirlenmesidir.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Risk sermayesi finansman modelinin uygulanması için yatırım yapılan firmanın küçük ya da büyük ölçekli olması önemlidir’ sorusuna katılımcıların %53’ü olumlu ya da olumsuz yönde görüş belirtmişlerdir. Ancak yine ankete katılanların %47’si kararsız olarak görüş belirtmişlerdir. Kararsız olarak görüş bildiren 15 firmanın 8 tanesinin 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan firmalar olduğunu belirtmek gerekir. Öncelikle risk sermayesinin temelinde yeni bir fikrin olduğunu ve bunun üretim ve pazarlanması için finansmana ihtiyaç duyulduğunu biliyoruz. Bu yüzden henüz kurulmamış bir firmaya da yatırım yapılması mümkündür. Hatta yapılan araştırma da firmaların büyük bölümünün patent hakkını alıp şirketleşmeye gittiği görülmektedir. Ancak risk sermayedarının üstlendiği riski düşünürsek oturmuş bir firmaya yapılan yatırım göreceli olarak daha düşük risk düzeyini sahip olmakta ancak getiri olarak da düşük kalmaktadır. Anlaşıldığı üzere firmanın küçük ya da büyük ölçekli olması sadece risk sermayedarının göze alabileceği risk düzeyi nedeniyle önemlidir.

Devletin Risk Sermayesi Yatırımlarını Geliştirici Yönde Gerekli Kolaylığı Gösterdiğini Düşünüyorum

Bu soruda amaçlanan, hem girişimciler hem de risk sermayedarları açısından devletin risk sermayesini kolaylaştırıcı ve yaygınlaştırıcı yönde gerekli düzenlemeleri yaptığı ve bunların yeterli olup olmadığı konusunda bilgi edinilmesidir.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Devletin risk sermayesi yatırımlarını geliştirici yönde gerekli kolaylığı gösterdiğini düşünüyorum’ sorusuna katılımcıların %75’i olumlu ya da olumsuz yönde görüş belirtmişlerdir. Ancak yine ankete katılanların %25’i kararsız olarak görüş belirtmişlerdir. Kararsız olarak görüş bildiren 8 firmanın 6 tanesinin 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan firmalar olduğunu belirtmek gerekir. Devlet, risk sermayesine mali teşvikler, doğudan kaynak temini ve dolaylı olarak destek vermektedir. Mali teşviklerde kendi içinde vergi teşvikleri, kredi garantisi ve yatırım garantisi olarak üç bölüme ayrılır. Devlet bu yolla risk sermayesi şirketleri kurulmasına ve bu şirketlerde özel sektöründe büyük ortak olarak iştirak etmesi sağlamaya çalışmıştır. Ancak yapılan tüm bu teşviklere rağmen devletin risk sermayesinin gelişimine yönelik uğraşları yeterli görülmemektedir.

Firmamızda AR-GE faaliyetlerine Yeterli Fon Aktarımı Yapıldığına İnanıyorum

Bu soruda amaçlanan, firmaların ürün geliştirmeye yeteri kadar kaynak aktarım aktarmadıklarını öğrenmektir. Yeni fikir ve ürünlerin gelişimi risk sermayesine de kullanım alanları açmaya yardımcı olmaktadır.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Firmamızda AR-GE faaliyetlerine yeterli fon aktarımı yapıldığına inanıyorum’ sorusuna katılımcıların %88’i olumlu ya da olumsuz yönde görüş belirtmişlerdir.

Batı’daki Örneklerle Nazaran Ülkemizde Risk Sermayesi Uygulamalarının Az Olmasının Nedeninin Sermaye Yetersizliği Olduğunu Düşünüyorum

Bu soruda amaçlanan, risk sermayesinin gelişiminin önündeki engellerin ne olduğunun girişimciler tarafından tam olarak kavrandığının anlaşılmasıdır.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Batı’daki örneklerle nazaran ülkemizde risk sermayesi uygulamalarının az olmasının nedeninin sermaye yetersizliği olduğunu düşünüyorum’ sorusuna katılımcıların tamamı olumlu yönde görüş belirtmişlerdir. Bundan anlaşılacağı üzere bu sektörün gelişimi, yeni girişimci ve fikirlerin seslerini duyurabilmeleri için öncelikle güven ve dolayısıyla sermaye desteğinin sağlanması gerekmektedir.

Risk Sermayesi Nedeniyle Yetki Paylaşımının Firmanın Gelişimi Üzerinde Sinerji Yarattığına İnanıyorum

Bu soruda amaçlanan, risk sermayesi sayesinde bir araya gelmiş olan girişimci ve risk sermayedarının yapılan yatırımın düzgün ve karlı bir şekilde sonuçlanabilmesi için birlikte hareket etmesinin ve ortak kararlar vermesinin, firmanın başarısı açısından önemini vurgulamaktır.

Yaptığımız ankette, araştırmaya katılanların %59’u ‘Risk sermayesi nedeniyle yetki paylaşımının firmanın gelişimi üzerinde sinerji yarattığına inanıyorum’ düşüncesine katılıyorum ya da tamamen katılıyorum diye yanıtlamışlardır. Ancak %34 gibi yüksek bir oranın kararsız kaldığı görülmektedir. Bunun nedenlerinin ne olduğu üzerinde durmak gerekir. Öncelikle şunu belirtmek gerekir ki kararsız olarak cevap veren 11 firmanın 3’ü 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan yeni firmalardır. Burada yatırımcı ve girişimci arasındaki en büyük sıkıntı firmanın kontrolünün kimde olacağı yönündeki belirsizliktir. Aslında bu tam bir belirsizlik olmayıp kontrolü elde tutma üzerine bir yarıştır. Girişimci kurmuş olduğu şirketin kontrolünü kaybetmek istemezken risk sermayedarı da almış olduğu riske oranla yüksek bir kazanç elde etmek amacıyla şirket hisselerinden büyük bir oran talep etmektedir. Girişimcinin bu korkusu yadırganmamakla birlikte iki tarafında amacının şirketin büyümesi ve gelişmesi olduğu unutulmamalıdır.

Risk Sermayesi Şirketinin Sunduğu Hizmetleri (Bütçe Sisteminin Geliştirilmesi, Pazar Problemlerinin Çözümü vs.) Kullanan Firmaların Bu Hizmetlerden Mahrum Olan Firmalara Göre Avantajlı Olduğunu Düşünüyorum

Bu soruda amaçlanan, risk sermayesi şirketinin sunmuş olduğu hizmetlerin girişimcilerin ihtiyaç duyduğu her alanda kendilerine yeterli yardımı sunup sunmadığı ve bu sağlanan yardımlarla diğer şirketlere nazaran daha avantajlı durumda olup olmadığını öğrenmektir.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Risk sermayesi şirketinin sunduğu hizmetleri (bütçe sisteminin geliştirilmesi, pazar problemlerinin çözümü vs.) kullanan firmaların bu hizmetlerden mahrum olan firmalara göre avantajlı olduğunu düşünüyorum’ düşüncesine katılımcıların %91’i katılıyorum ve tamamen katılıyorum diye görüşlerini bildirmişlerdir.

Risk Sermayesi Yatırımlarının Firmamızın İhtiyaçlarını Tam Olarak Karşıladığını Düşünüyorum

Bu soruda amaçlanan, bir fikir, ürün ya da firmanın gelişiminde risk sermayesi yatırımının tek başına tüm sorunları çözmede ve ihtiyaçları karşılamada yeterli olup olmadığını öğrenmektir.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşıladığını düşünüyorum’ sorusuna katılımcıların %72’si katılıyorum ve tamamen katılıyorum şeklinde görüş belirtmişlerdir. Ancak yine ankete katılanların %25’i kararsız olarak görüş belirtmişlerdir. Kararsız olarak görüş bildiren 8 firmanın 6 tanesinin 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan firmalar olduğunu belirtmek gerekir. Bu durumdan da anlaşılacağı gibi halen devam etmekte olan yatırım sürecinde firmanın risk sermayesinin sunmakta olduğu tüm hizmetlerden tam olarak yararlanması beklenemez. Bunun yanında ülkemizin içinde mevcut durumda risk sermayesini etkileyen başlıca unsurları oluşturur. Kuruluşundan beri başta devlet tarafından desteklenen risk sermayesi yatırımları gerekli kaynak ve ortamın sağlanamaması nedeniyle gelişme imkanı bulamamıştır. 90’lı yıllardan itibaren özel sektör tarafından da yalnızca iki risk sermayesi şirketi kurulabilmiştir. Bu nedenle risk sermayesinin gelişimi ve yaygın olarak kullanılması için gerekli desteğin sağlanması gereklidir. Yeterli sermaye birikimi ve uzman kadroların gelişimiyle mevcut ve yeni kurulacak risk sermayesi şirketlerinin verecekleri hizmet türleri ve kalitesi de gelişme gösterecektir.

Şirketlerin Orta ve Uzun Vadeli Hedeflerinde Halka Açılmayı da Düşünmeleri Konusunda Risk Sermayesinin Etkinliğine Katılıyorum

Bu soruda amaçlanan, girişimcilerin risk sermayesi yatırımlarından çıkış yollarını ve bu yollardan biri olan halka açılma konusundaki düşünceleri öğrenilmeye çalışılmıştır.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Şirketlerin orta ve uzun vadeli hedeflerinde halka açılmayı da düşünmeleri konusunda risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum’ sorusuna katılımcıların %66’sı olumlu ya da olumsuz yönde görüş belirtmişlerdir. Ancak yine ankete katılanların %34’ü kararsız olarak görüş belirtmişlerdir. Kararsız olarak görüş bildiren 11 firmanın 5 tanesinin 2000 senesi ve sonrasında kurulmuş olan firmalar olduğunu belirtmek gerekir. Risk sermayesi kavramı içinde halka açılma yatırımdan çıkış yollarından biridir. Risk sermayesi yatırım aşamalarının sonuncusu olan yatırımdan çıkış için seçilecek olan yol girişimci ve risk sermayedarı arasında verilecek ortak bir kararla verilmektedir. Başarılı olan bir risk sermayesi yatırımı süreci sonunda girişimciye tekrardan şirketin kontrolünün tamamını ele alma yetkisi verilmektedir. Bu fırsatı kullanmak isteyen girişimci risk sermayedarının elinde bulunan hisseleri tekrardan satın alır. Bununla beraber artık oturmuş ve karlı bir şirkete sahip olan girişimci ve ekibi bundan sonraki yatırımlarını sürdürebilmek amacıyla kaynak sağlamak için şirketin halka açılmasına da karar verebilir. Tabi ki girişimci halka açılmanın getireceği olumlu ve olumsuz koşulları da değerlendirerek bu kararı almaktadır.

Ekonomik Sistem İçinde KOBİ’lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Diğer Alternatiflere Nazaran Risk Sermayesinin Etkinliğine Katılıyorum

Bu soruda amaçlanan, risk sermayesi yatırımlarının asıl hedef kitlesini oluşturan küçük ve orta boy işletmelerin finansal sorunlarının çözümünde kredi, ipotek vs. gibi alternatiflerin yerine risk sermayesinin kullanılmasının hem şirketin gelişimi ve büyümesi hem de karlılığı ve başarısı açısından daha avantajlı görülüp görülmediğinin tespitidir.

Yapmış olduğumuz ankette belirttiğimiz ‘Ekonomik sistem içinde KOBİ’lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum’ düşüncesine katılımcıların tamamı katılıyorum ve tamamen katılıyorum diye görüşlerini bildirmişlerdir.

Bu belirtilen yorumlar kararsızların oranını neden bu derece yüksek olduğunu göstermektedir. Aynı zamanda risk sermayesinin Türkiye için daha tam anlamıyla yeni yeni uygulanmaya başlanan bir sistem olduğu gerçeğini ortaya koymaktadır.

Tablo 2’de ise maddelerin birbirleriyle olan korelasyonları gösterilmektedir. Burada bulunan değerler 0 ile 1 arasında olup korelasyon 1’e yaklaştıkça kuvvetlenmektedir. Aynı şekilde 0’a doğru yaklaştıkça da korelasyon azalmaktadır. Buradaki amaç birbiriyle ilişkili olan maddelerin gerçekten yatırımcılar tarafından tam ve doğru olarak değerlendirildiğinin belirlenmesidir.

Tablo 3’te ise **Reliability Statistics** yazan kısımdaki değer testin güvenirlik katsayısıdır. Bu değer burada 0,751 dir. 0,700 üzerindeki değerler kabul edilebilir güvenirlik dereceleridir. Dolayısı ile bizim uyguladığımız TESTİN GüVENİRLİğİ kabul edilebilir denebilir.

Tablonun ikinci kısmı olan **Item-Total Statistics** başlıklı bölümde en sağ sütundaki değerler dikkate alınmalıdır(Cronbach’s Alpha If Item Deleted). Bu MADDE GüVENİRLİğİ değerleridir. Her bir maddenin güvenirlik katsayısı burada görülmektedir. Aynı Test Gvenirliğinde olduğu gibi MADDE GVENİRLİğİNDE de 0,700 üzeri kabul edilir seviyedir. Bizim testimizdeki bütün maddeler 0,700’n üzerinde yani hepsi kabul edilir maddeler demektir.

TABLO 2 KORELASYONLAR

		Risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yeni fikirlerin gerçekleşmesine imkan tanıyan bir yatırım finansman şeklidir	Risk Sermayesi yatırım projesi, gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermelidir	Risk sermayesinin kapsamı sadece parasal desteklerle sınırlıdır	Risk sermayesinin sadece başlangıç aşamasında uygulanmasının diğer aşamalarda uygulanmasından daha başarılı olacağını düşünüyorum	Risk sermayesinin, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde başarılı olduğuna inaniyorum	En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olduğunu düşünüyorum	Risk sermayesi finansman modelinin uygulanması için yatırım yapılan firmanın küçük yada büyük ölçekli olması önemlidir	Devletin risk sermayesi yatırımlarını geliştirici yönde gerekli kolaylığı gösterdiğini düşünüyorum	Firmamızda AR- GE faaliyetlerine yeterli fon aktarımı yapıldığına inaniyorum	Batı'daki örneklerle nazaran ülkemizde risk sermayesi uygulamalarının az olmasının nedeninin, sermaye yetersizliği olduğunu düşünüyorum	Risk Sermayesi nedeniyle yetki paylaşımının firmanın gelişimi üzerinde sinerji yarattığına inaniyorum	Risk sermayesi şirketinin sunduğu hizmetleri (bütçe sistemünün geliştirilmesi, pazar problemlerinin çözümü vs.) kullanan firmaların bu hizmetlerden mahrum olan firmalara göre avantajlı olduğunu düşünüyorum	Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşıladığını düşünüyorum	Şirketlerin orta ve uzun vadeli hedeflerinde halka açılmayı da düşünmeleri konusunda risk sermayesinin etkinliğine katıyorum	Ekonomik sistem içinde KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliğine katıyorum
Risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yeni fikirlerin gerçekleşmesine imkan tanıyan bir yatırım finansman şeklidir	Pearson Correlation	1	,629(**)	-0,181	,522(**)	0,196	,404(*)	0,089	0,213	0,018	0,047	,358(*)	0,188	0,201	0,224	0,259
	Sig. (2-tailed)		0	0,322	0,002	0,283	0,022	0,627	0,243	0,922	0,798	0,044	0,303	0,27	0,217	0,153
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Risk Sermayesi yatırım projesi, gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermelidir	Pearson Correlation	,629(**)	1	-0,01	,483(**)	0,155	0,132	-0,04	-0,045	0,129	,417(*)	0,233	0,321	0,332	0,298	0,187
	Sig. (2-tailed)		0	0,955	0,005	0,396	0,471	0,827	0,807	0,483	0,018	0,199	0,073	0,063	0,097	0,306
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Risk sermayesinin kapsamı sadece parasal desteklerle sınırlıdır	Pearson Correlation	-0,181	-0,01	1	-0,069	-0,111	-0,241	0,246	0,195	0,063	-0,127	-,377(*)	-,388(*)	-0,155	-0,237	-0,049
	Sig. (2-tailed)	0,322	0,955		0,709	0,547	0,184	0,175	0,285	0,733	0,488	0,033	0,028	0,397	0,191	0,791
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32

[illegible]

		Risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yeni fikirlerin gerçekleşmesine imkan tanıyan bir yatırım finansman şeklidir	Risk Sermayesi yatırım projesi, gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermelidir	Risk sermayesinin kapsamı sadece parasal desteklerle sınırlıdır	Risk sermayesinin sadece başlangıç aşamasında uygulanmasının diğer aşamalarda uygulanmasından daha başarılı olacağını düşünüyorum	Risk sermayesinin, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde başarılı olduğuna inaniyorum	En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olduğunu düşünüyorum	Risk sermayesi finansman modelinin uygulanması için yatırım yapılan firmanın küçük yada büyük ölçekli olması önemlidir	Devletin risk sermayesi yatırımlarını geliştirici yönde gerekli kolaylığı gösterdiğini düşünüyorum	Firmamızda AR- GE faaliyetlerine yeterli fon aktarımı yapıldığını inaniyorum	Batı'daki örneklerle nazaran ülkemizde risk sermayesi uygulamalarının az olmasının nedeninin, sermaye yetersizliği olduğunu düşünüyorum	Risk Sermayesi nedeniyle yetki paylaşımının firmanın gelişimi üzerinde sinerji yaratığına inaniyorum	Risk sermayesi şirketinin sunduğu hizmetleri (bütçe sistemini geliştirilmesi, pazar problemlerinin çözümü vs.) kullanan firmaların bu hizmetlerden mahrum olan firmalara göre avantajlı olduğunu düşünüyorum	Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşıldığını düşünüyorum	Şirketlerin orta ve uzun vadeli hedeflerinde halka açılmayı da düşünmeleri konusunda risk sermayesinin etkinliğine katıyorum	Ekonomik sistem içinde KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliğine katıyorum
Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşıldığını düşünüyorum	Pearson Correlation	0,201	0,332	-0,155	0,189	-0,164	0,03	0,13	-0,292	0,121	0,083	,408(*)	,638(**)	1	,471(**)	0,304
	Sig. (2-tailed)	0,27	0,063	0,397	0,3	0,37	0,868	0,479	0,105	0,508	0,65	0,02	0		0,006	0,091
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Şirketlerin orta ve uzun vadeli hedeflerinde halka açılmayı da düşünmeleri konusunda risk sermayesinin etkinliğine katıyorum	Pearson Correlation	0,224	0,298	-0,237	0,249	0,041	0,026	,382(*)	0,106	,354(*)	0,084	,478(**)	,421(*)	,471(**)	1	,494(**)
	Sig. (2-tailed)	0,217	0,097	0,191	0,17	0,823	0,89	0,031	0,564	0,047	0,646	0,006	0,016	0,006		0,004
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Ekonomik sistem içinde KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliğine katıyorum	Pearson Correlation	0,259	0,187	-0,049	0,236	0,308	0,249	,359(*)	0,057	0,184	0,157	0,283	0,276	0,304	,494(**)	1
	Sig. (2-tailed)	0,153	0,306	0,791	0,194	0,087	0,17	0,044	0,759	0,314	0,389	0,117	0,127	0,091	0,004	
	N	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

TABLO 3 Reliability

Notes		
Output Created		15-DEC-2005 22:29:22
Comments		
Input	Data	C:\Documents and Settings\Erim Koçyiğit\Desktop\Tuna Anket\DATA.sav
	Filter	<none>
	Weight	<none>
	Split File	<none>
	N of Rows in Working Data File	32
Missing Value Handling	Definition of Missing	User-defined missing values are treated as missing.
	Cases Used	Statistics are based on all cases with valid data for all variables in the procedure.
Syntax		RELIABILITY /VARIABLES=M1 M2 M3 M4 M5 M6 M7 M8 M9 M10 M11 M12 M13 M14 M15 /FORMAT=NOLABELS /SCALE(ALPHA)=ALL/MODEL=ALPHA /SUMMARY=TOTAL .
Resources	Elapsed Time	00:00.7
	Memory Available	786944 bytes
	Largest Contiguous Area	786944 bytes
	Workspace Required	752 bytes

Warnings

The space saver method is used. That is, the covariance matrix is not calculated or used in the analysis.

Case Processing Summary

		N	%
Cases	Valid	32	100
	Excluded(a)	0	0
	Total	32	100

a Listwise deletion based on all variables in the procedure.

Reliability Statistics

Cronbach's Alpha	N of Items
0,751	15

Item-Total Statistics

	Scale Mean if Item Deleted	Scale Variance if Item Deleted	Corrected Item-Total Correlation	Cronbach's Alpha if Item Deleted
Risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yeni fikirlerin gerçekleşmesine imkan tanıyan bir yatırım finansman şeklidir	51,59	22,314	0,475	0,727
Risk Sermayesi yatırım projesi, gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermelidir	51,78	22,241	0,451	0,729
Risk sermayesinin kapsamı sadece parasal desteklerle sınırlıdır	53,69	26,673	-0,189	0,794
Risk sermayesinin sadece başlangıç aşamasında uygulanmasının diğer aşamalarda uygulanmasından daha başarılı olacağını düşünüyorum	52,69	21,899	0,568	0,719
Risk sermayesinin, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde başarılı olduğuna inanıyorum	51,91	23,055	0,334	0,74
En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olduğunu düşünüyorum	52,16	21,943	0,483	0,725
Risk sermayesi finansman modelinin uygulanması için yatırım yapılan firmanın küçük yada büyük ölçekli olması önemlidir	53,19	22,028	0,424	0,731
Devletin risk sermayesi yatırımlarını geliştirici yönde gerekli kolaylığı gösterdiğini düşünüyorum	53,16	22,91	0,226	0,755
Firmamızda AR-GE faaliyetlerine yeterli fon aktarımı yapıldığına inanıyorum	52,09	23,12	0,403	0,735
Batı'daki örneklerle nazaran ülkemizde risk sermayesi uygulamalarının az olmasının nedeninin, sermaye yetersizliği olduğunu düşünüyorum	51,34	24,878	0,131	0,754
Risk Sermayesi nedeniyle yetki paylaşımının firmanın gelişimi üzerinde sinerji yarattığına inanıyorum	52,31	21,19	0,513	0,72
Risk sermayesi şirketinin sunduğu hizmetleri (bütçe sisteminin geliştirilmesi, pazar problemlerinin çözümü vs.) kullanan firmaların bu hizmetlerden mahrum olan firmalara göre avantajlı olduğunu düşünüyorum	51,66	22,878	0,39	0,735
Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşıladığını düşünüyorum	52,09	22,797	0,315	0,742
Şirketlerin orta ve uzun vadeli hedeflerinde halka açılmayı da düşünmeleri konusunda risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum	52,91	21,314	0,498	0,722
Ekonomik sistem içinde KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum	51,44	23,093	0,494	0,73

SONUÇ

Uzun vadede yüksek getiri beklentisi ile yapılan sermaye yatırımı olan risk sermayesi kavramı; faiz ve anapara şeklinde geri ödeme zorunluluğu taşımasından dolayı gelişmekte olan ülkelerde istihdam olanaklarının artırılması, faizin neden olduğu kaydi para yaratılmasının önüne geçilmesi ve böylece emisyon hacminin daraltılarak enflasyonun önlenmesi açılarından büyük önem taşımaktadır.

Bu nedenle risk sermayesi olgusu ülkemiz için son derece önemlidir. Bu önem sadece makro bazda değil işletme yani mikro bazda da geçerlidir. Bilindiği gibi öz sermayesi oldukça düşük bir işletmenin rekabetçi bir ortamda hayatta kalabilmesi ve varlığını sürdürebilmesi oldukça zordur. Çünkü işletmeler açısından öz sermaye hem yatırımların ve faaliyetlerin finanse edilmesi hem de yatırım ve faaliyet dolayısıyla ortaya çıkan ve çıkabilecek riskin üstlenilmesini sağlar. Öz sermayeyi aşındıran unsurlar ise tam rekabet ortamına kavuşmamış şirketler için yüksek enflasyon, yüksek vergilendirme ve tutunabilmek için yapılan pazarlama reklam giderleridir. Bu olumsuz etkenlere karşı koyabilmenin ve istikrarlı büyüyebilmenin bir yolu, günümüzde artık risk sermayesine dayalı finansmana yönelmektir. Çünkü bu yöntemde ödenecek faiz ve anapara yoktur. Aksine yüksek getiri beklentili öz sermaye olarak konulmuş sermaye vardır. Bu sermaye, genellikle büyük işletmelerden beklenen ancak AR-GE masrafları nedeniyle yapılmayan teknolojik yeniliğe dayalı girişimlerin istikrarla hayata geçmesine yardımcı olur. Ayrıca risk sermaye uygulaması, ülkemizde finansal aracı kurumlar açısından gerçekçi bir rekabet ortamı kurulmasına da yardımcı olacaktır. Çünkü mevcut sistemde, tasarrufların ekonomiye aktarılmasında tek aracı kurumlar olan bankalar, halen asli görevlerini yapmaktan uzaktırlar. Günümüzde Türk Bankaları, Hükümetin iç borç temini çalışmasında, mevduatı iç borca dönüştüren yegane finansör kurumlardır. Oysa, risk sermaye şirketleri, ki özel finans kurumları bunların en ideal örnekleridir, tasarrufların yatırıma dönüştürülmesinde çok önemli rol oynayan araçlar konumundadırlar. Bu nedenle, Türkiye'nin teknolojik ve iktisaden kalkınmasına temel oluşturması açısından risk sermaye olgusu ve bu olgunun temel dinamiğini oluşturan risk sermaye şirketlerinin desteklenmesi gerekir. Bu destek;

- Kuruluş kolaylığı,
- Vergilendirme,
- Teşviklerden yararlanılma,

- Ürün ve hizmet alacaklarının menkul kıymetleştirilmesine izin ve kolaylık sağlanması,
- Halka açılmada uygun piyasaların oluşturulması,
- Zarar halinde belli bir oranın üstlenilmesi şekillerinde verilmelidir.

Risk sermayesi olgusunun uluslararası boyutunda tüm bu desteklerin risk sermaye şirketlerine verildiği görülmektedir. Ancak ülkemizde, SPK mevzuatı çerçevesinde risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yer verilebilmiş hukuki açıdan geniş bir kanun bulunmamaktadır. Bunun nedeni konunun ülkemiz için yeni olmasıdır. Bilindiği gibi, risk sermayesi yatırım ortaklıkları anonim şirket tüzel kişiliği taşısa da özünde bir yatırım ortaklığıdır. Oysa bir risk sermaye şirketi, yatırım ortaklığı statüsünün dışında, özel finans kurumları gibi faaliyet gösteren, yani emek-sermaye veya hem emek hem sermaye ortaklığında bulunmak üzere fon toplayıp bu fonları yöneten, yönetim danışmanlığı veren şirketlerdir. Ülkemizde bu gibi şirketlere yönelik;

- Kuruluş,
- Tasarruf toplama,
- Yatırıma yöneltme,
- Kar paylaşımı,
- Tasarrufçunun haklarını koruma,
- Yatırıma giriş,
- Yatırımdan çıkış konularında hukuki altyapının hazırlanması gerekmektedir.

Bir ülkede risk sermayesinin gelişmesi, o ülkede yüksek kazanç vadeden yatırım fırsatlarının varlığı, yüksek kazanç hedefleyen ve risk alan yatırımcıların mevcut olmasına bağlıdır. Bu iki ana unsur, etkin bir sermaye piyasasının varlığı ile birleştiğinde risk sermayesi için uygun ortam oluşmaktadır. Kesin olan bazı noktalar vardır. Buna göre devlet risk sermayesi sektörünü geliştirmekte öncü rolü üstlenmek zorundadır. Çünkü bir devletin gelişmesi bilimsel ve teknolojik ilerlemeye bağlıdır. Teknoloji transferi ya da kopyacılık kalkınma için bir atılım başlatabilse de uzun soluklu bir ilerleme sağlayamaz. Özel sektörü risk sermayesine çeken en büyük etken vergi istisnalarının tanınmasıdır. Tüm uygulamalarda vergisel desteğin modellerin can damarı olduğu görülmektedir. İkinci unsur ise hükümetlerin tercihlerini açıkça ortaya koyarak devlet imkanlarının toplumsal kalkınma amacıyla kullanmalarınıdır.

Türkiye için uygulamanın nasıl olması gerektiği belirlenirken, tabi ki Dünya'nın yaşadığı tecrübeler göz önüne alınmalıdır. Ancak görülmüştür ki basit bir adaptasyon denemesi Türkiye'de risk sermayesini aktif hale getirmede başarılı olamamıştır. Çünkü özel sektör ve sermaye piyasası risk sermayesi gibi yüksek riskli bir sektör için henüz olgunlaşmamıştır. Türkiye'de politik istikrar sağlanamamış durumdadır. Açık bir sermaye yetersizliği yanında, ekonominin temel göstergeleri tam anlamıyla olumlu sinyaller vermemektedir. Böyle bir ortamda risk sermayesi için ancak devlet kaynaklı fonlar kullanılabilir. İdeal olan özel sektörü teşvik etmek olsa da, ekonomik durum nedeniyle, özel sektörün teknoloji yatırımlarına girmemesi yüzünden kaybedilecek zaman yoktur. Bu çerçevede kalkınma amacıyla başta bankacılık kesimi olmak üzere finans sektörünün bazı zorlamalara tabi tutulması ve buna yönelik olarak gerekli bazı mevzuat değişikliklerinin yapılması gereklidir.

Bir diğer önemli hususta, halihazır teşvik sisteminin radikal bir şekilde elden geçirilmesi gereğidir. Türkiye'nin kalkınma öncelikleri bir politika dahilinde belirlenmelidir.

Bu çalışmada mevcut mevzuat çerçevesinde mümkün olan en az değişiklikle Türkiye için bir risk sermayesi yaklaşımı ortaya konulmaya çalışılmıştır. Modelde devlet kuruluşları ve üniversite bağlantıları kurularak, risk sermayesine akacak devlet fonlarının istismar edilmemesine yönelik bir proje seçme sistemi oluşturulmaya çalışılmıştır. Ancak yinede esas olan devletin risk sermayesini çalıştırma ve Türkiye'nin kendi teknolojilerini oluşturmaya yönelik olarak alacağı politik karardır.

Biz kişisel olarak böyle bir kararlılıkla Türkiye'de risk sermayesine yönelik kurum ve kuruluşların yeterli olabileceğini, ancak bazı ek düzenlemelere ihtiyaç duyulacağını düşünmekteyiz. Bu bağlamda öncelikle bankacılık kesiminin zorlanması ve devletin kalkınması için üzerine düşen sorumlulukları yerine getirmesi zorunlu görülmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı risk sermayesi kavramının tam olarak anlaşılıp doğru kullanıldığının tespit edilmesi ve bu bağlamda başarılı olduğunun gösterilmesidir. Yapmış olduğumuz anket çalışmasından elde ettiğimiz sonuçlar risk sermayesinin ülkemizde yeni yeni oturmaya başlayan bir kavram olduğunu, bir takım belirsizliklerin bulunduğunu ancak kullanan ve kullanmakta olan firmalar açısından başarılı bir sistem olduğunu göstermiştir.

EKLER

EK 1: Ankette Sorulan Sorular

		Hiç Katılmıyorum	Katılmıyorum	Kararsızım	Katılıyorum	Tamamen Katılıyorum
1	Risk sermayesi; dinamik, yaratıcı ve yeni fikirlerin gerçekleşmesine imkan tanıyan bir yatırım finansman şeklidir					
2	Risk Sermayesi yatırım projesi, gelişme potansiyeli gösteren yeni teknoloji ve malların üretimini içermelidir					
3	Risk sermayesinin kapsamı sadece parasal desteklerle sınırlıdır					
4	Risk sermayesinin sadece başlangıç aşamasında uygulanmasının diğer aşamalarda uygulanmasından daha başarılı olacağını düşünüyorum					
5	Risk sermayesinin, tasarrufların yatırıma yönlendirilmesinde başarılı olduğuna inanıyorum					
6	En düşük maliyetli finansman aracının risk sermayesi olduğunu düşünüyorum					
7	Risk sermayesi finansman modelinin uygulanması için yatırım yapılan firmanın küçük yada büyük ölçekli olması önemlidir					
8	Devletin risk sermayesi yatırımlarını geliştirici yönde gerekli kolaylığı gösterdiğini düşünüyorum					
9	Firmamızda AR-GE faaliyetlerine yeterli fon aktarımı yapıldığına inanıyorum					
10	Batı'daki örneklerle nazaran ülkemizde risk sermayesi uygulamalarının az olmasının nedeninin, sermaye yetersizliği olduğunu düşünüyorum					
11	Risk Sermayesi nedeniyle yetki paylaşımının firmanın gelişimi üzerinde sinerji yarattığına inanıyorum					
12	Risk sermayesi şirketinin sunduğu hizmetleri (bütçe sisteminin geliştirilmesi, pazar problemlerinin çözümü vs.) kullanan firmaların bu hizmetlerden mahrum olan firmalara göre avantajlı olduğunu düşünüyorum					
13	Risk sermayesi yatırımlarının firmamızın ihtiyaçlarını tam olarak karşıladığını düşünüyorum					
14	Şirketlerin orta ve uzun vadeli hedeflerinde halka açılmayı da düşünmeleri konusunda risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum					
15	Ekonomik sistem içinde KOBİ'lerin finansal sorunlarının çözümünde diğer alternatiflere nazaran risk sermayesinin etkinliğine katılıyorum					

EK 2: Ankete Katılan Firmalar

- Probil CRM Software
- Mars The Cinema Professionals
- ITD İletişim Teknoloji Danışmanlık Ticaret A.Ş.
- Nevotek The IP Convergence Company
- Step Halıcılık ve Mağazacılık San. Ve Tic. AŞ.
- KoçSistem Bilgi ve İletişim Hizmetleri A.Ş.
- Tepe Teknolojik Servisler A.Ş.
- Meteksan Sistem ve Bilgisayar Teknolojileri A.Ş.
- Bimsa Uluslararası İş, Bilgi ve Yönetim Sistemleri AŞ.
- Comnet İletişim Hizmetleri ve Ticaret AŞ.
- Smartmeter Elektronik Sistemler Araştırma ve Geliştirme San. ve Tic. Ltd.
- Sanalnet Internet Hizmetleri Ltd. Şti.
- Vestelnet Elektronik İletişim ve Bilgilendirme A.Ş.
- Superonline Uluslararası Elektronik Bilgilendirme ve Haberleşme Hizmetleri A.Ş.
- ERICSSON TÜRKİYE
- GVZ Ses Teknolojileri Yazılım Hizmetleri A.Ş.
- Apsis Kontrol Sistemleri Sanayi ve Tic. Ltd. Şti.
- Aktim Ltd. Şti.
- Atikus Elektronik San. Ve Tic. Ltd. Şti.
- Beta Biyomedikal Elektronik Sistemler Ltd. Şti.
- Eletra Bilgisayar Yazılım AŞ.
- Egis Elektronik Sistemler San. Ve Tic. Ltd. Şti.
- Elimko Elektronik İmalat ve Kontrol Ticaret Ltd. Şti.
- Emse Mühendislik AŞ.
- Esta Yapı Malzemeleri Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.
- Forbis Bilgi Teknolojisi Hizmetleri ve Ticaret Ltd. Şti.
- Gate Elektronik Sanayi ve Ticaret AŞ.
- İnter Mühendislik, Danışmanlık ve Ticaret AŞ.
- İzcom Elektronik Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.
- Karina Tasarım, Danışmanlık ve Eğitim Hizmetleri Ltd. Şti.
- Ok Dış Ticaret ve Madencilik Sanayi Ltd. Şti.
- On Elektronik Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.

KAYNAKÇA

Kitaplar

- Akmut, Özdemir. **Risk Sermayesi**. SBF İşletme Ekonomisi Araştırma Uygulama Merkezi, 1990, s.9
- Alpugan, Oğuz. **Küçük İşletmeler Kavramı, Kuruluşu ve Yönetimi**. Trabzon: 1988, s.271
- Ceylan, Ahmet. **Finansal Teknikler**. Bursa: 1998, s.120-123
- Emek, H.Tahsin. **Kalkınma ve Yatırım Bankacılığı**. Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi. Ankara: TKB, Eylül 1991, s.2
- Erol, Cengiz. **Faizsiz Kredi Modeli**. Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992, s.31-32
- Evansun, E. David. **Do You Stand a Chance of Getting Venture Capital**. Entrepreneur, March 1997, s.62
- Fettahoğlu, Abdurrahman. **Riziko Sermayesi, Koşullar ve İşleyişi**. Trabzon: KOSEM, 1992, s.23
- Lorenz, Tony. **Venture Capital Today**. 2nd. Edition, London: Woodhead-Faulkner, s.9
- Morris, Jane Kolski ve Susan Isenstein. **Pratts Guide to Venture Capital Sources**. 13.Edition, USA, s.113-114
- Müftüoğlu, Tamer. **Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri**. Ankara: Konrad-Adenover Vakfı, 1989, s.1-5
- Pierce, D. ve M. Goldstein. **A Venture Capitalist and Business Planner Look at Business Plans**. 2000, s.1
- Rutterford, Janette ve R. Roderick Montgomerie. **Handbook of UK Corporate Finance**. London: Butterworths Pub, 1992, s.68
- Şenyuva, Ayhan. **Cesaret Sermayesi**. Ankara: T. İş Bankası Kültür Yayınları, 1990, s.20-21
- Tuncel, Kürşat. **Risk Sermayesi Finansman Modeli**. Ankara: 2000, s.29-30
- Zaimoğlu, Tülay. **Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler ve Türkiye**. İktisadi Kalkınma Vakfı Yayını, 1988, s.103-105

Sürekli Yayınlar

- Akbulut, Esin. 'Kobilerin Kaynak İhtiyacı ve Sermaye Piyasasından Finansman Sağlama Yolları', **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**. S.12. (1995) s.21
- Altıntaş, Berra. 'Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi', **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**. (1985)
- Anat, R. Admoti ve Paul PFLEiderer. 'Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists', **The Journal of Finance**. Vol XLIX, No:2 (June 1994) s.371
- Atilla, Hilmi. 'KOSGEB ve Beklentilerimiz', **İSO Dergisi**. S.308, (1991), s.17-19
- Aydın, Oktay ve Melih Baş. '2000'li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi', **İzmir 3. İktisat Kongresi Bildirisi**. (1992), s.1-2
- Binks, R. Martin. 'Smaller Business and Relationships Banking', **Entrepreneurship: Theory and Practice**. Vol:21, Issue 4 (Summer 1997) s.83
- Civan, Mehmet ve Mustafa Uğurlu. Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde Kobilerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi', **Uludağ Üniversitesi İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**. Cilt:21, S.1 (2002) s.83-84
- Christopher, B. Barry ve Diğerleri. 'The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies', **Journal of Finance Economics**. 27 (1990), s.450
- Creative Ways to Raise Capital, **Nation's Business**. Vol:81, Issue.1 (Jan 1993) s.43
- Çiller, Tansu ve Murat Çizakça. 'Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri', **İSO Araştırma Dairesi**, Yayın No:7 İstanbul (1989) s.121-123
- Dağdelen, Ülkü. 'Risk Sermayesi', **İşletme ve Finans Dergisi**. (Mart 1992), s.54
- Esen, Rıfat. 'Venture Capital', **Dünya Gazetesi**. 20.10.1989
- Eser, Serdar. 'Kobilerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi', **SPK Yeterlilik Etüdü**. Ankara, (1990), s.49
- Frank, J. Marco. 'Legal Documents Should Help, Not Hinder Venture Deals', **Venture Capital Journal**. (March 1960) s.6-7
- İşeri, F. Esra. 'Küçük ve Orta Ölçekli Girişimcilerin Umudu: Risk Sermayesi', **Dünya Gazetesi**. 28.07.1992
- Kaya, Rahmi. 'Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama İmkanları', **Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Yeterlilik Etüdü**. Ankara: (1992), s.28
- Kunt, Yosijlav Maksimoviç. 'Law, Finance and Firm Growth', **The Journal of Finance**. Vol: LIII, No:6 (December 1998) s.2107

- Miege, Robin. ‘Financing Information – Technology – Based Business’, **Improving Venture Capital Opportunities in Europe**, s.97
- Salhman, A. William. ‘How to Write a Great Business Plan’, **Harward Business Review**. (July-August 1997) s.62
- Sariaslan, Halil. ‘Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları’, **ASO Dergisi**. Nisan (1992), s.3
- Uras, Oğuz ve Ahmet Serpil. ‘Küçük İşletmelerin Finansmanı ve Yönetim Sorunları’, **İTO Yayınları**. İstanbul, 1986-13, (1986), s.81

Diğer Yayınlar

- Akyüz A. ve S. Derin, 1982 – 89 Döneminde Sermaye Piyasasında Yaratılan Kaynakların Kullanımı Üzerine Gözlemler, **SPK Araştırma Raporu**. Ankara, 1990, s.33-35
- Aydın, Ertuğrul, ‘Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Türkiye’de Bir Uygulama Modeli Önerisi’, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Ankara 1994, s.101
- Canbaş, S. ‘Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerinin Finansal Sorunları ve Türkiye’de ve Avrupa Topluluğunda Küçük ve Orta Boy Sanayi İşletmelerine Sağlanan Finansal Destekler’, **3. Ulusal İşletmecilik Kongresi**. Ankara, 30 Kasım-3 Aralık 1989, s.11-20
- DPT. **1992 Yılı Programı**. S.363
- Güzelhan, H ve M. Ağar, İlk Halka Arzlarda Düşük Fiyatlandırma Olgusu ve Halka Arzların Piyasa Performansları, **SPK Yayınlanmamış araştırma Raporu**. Ağustos 1991, s.7
- Karabulut, Hüseyin. ‘Risk Sermayesi Finansman Modeli’, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi) İstanbul 2001, s.76
- Kaur, Nurhan. ‘Risk Sermayesi ve Türkiye’ye Getirilmesi’, TKB, Uzmanlık Tezi Ankara, 1991, s.78-79
- KOSGEB, Teknoloji ve Ar-Ge Hizmetleri ve Kobi’lerin Teknolojik Gelişim, KOSGEB Özel Sayı, Nisan 2000, s.12
- Resmi Gazete. 14.07.1993, Sayı 21637
- Smith, John ve Julian Wall, ‘Better Exists’, <http://www.evca.com>, (05.11.2003)
- Soydemir, S. ‘Risk Sermayesi’. **1993 Yılı Başında Türk Sermaye Piyasaları Semineri**. İktisadi Araştırmalar Vakfı Sermaye Piyasası Kurulu, İstanbul 1993, s.1-2
- SPK. Şirketler Kesiminin Finansman Eğilimleri Anketi Sonuçları. SPK Yayınları No:15, Ankara 1992
- TTGV. **Tanıtım Seti**. s.1
- Vergi Dünyası. Ağustos 1995, Sayı 168