

175923

İSTANBUL KÜLTÜR ÜNİVERSİTESİ SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**KOBİLERİN FİNANSMANINDA
RİSK SERMAYESİ YATIRIMI**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ
Umut HACİFEVZİOĞLU**

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih: 25.12.2001

Tezin Savunulduğu Tarih : 28.12.2001

Tez Danışmanı : Yard.Doç. Dr. Müge İŞERİ

**Diğer Jüri Üyeleri : Prof.Dr.Rüstem HACİRÜSTEMOĞLU
Prof.Dr.Peyami ÇARIKÇIOĞLU**

ARALIK 2001

ÖNSÖZ

Dinamik yapıları, istihdama sağladıkları katkı ve değişen koşullara kolay adapte olabilmeleri gibi çeşitli nedenlerle Dünya’da ve Türkiye’de geçen yıllar içinde küçük ve orta boy işletmelerin önemi giderek artmıştır. ABD, Avrupa ve Türkiye’de hükümetler, bu işletmelere yönelik politikalar geliştirmiş, değişik teşvik modelleri ile bu işletmelerin gelişmesini sağlamaya yönelik politikalar üretmişlerdir.

1950’li yıllarda ABD’de gelişen risk sermayesi, yine ABD’de 1980’li yıllarda uygulamaya konulan vergisel teşvikler ile gelişiminde hızlı bir ivme kazanmıştır. Bugün ABD ve Avrupa’da birçok ülkede başarı ile uygulanan bir modeldir.

Ülkemiz ekonomisinde de önemli bir paya sahip olan küçük ve orta boy işletmelerin, büyüme ve gelişmelerinde, finansman sorunu karşılımlarına çıkmaktadır. Risk sermayesi yeni fikir, buluş, proje ve ileri teknolojiye uzun vadeli sermaye yatırımı yapan bir modeldir. Dolayısıyla Türkiye’de henüz başlangıç döneminde olan risk sermayesi modeli bu işletmelerin finansman ihtiyacına cevap verebilecek bir alternatif olacaktır.

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR	iv
TABLO LİSTESİ	v
ŞEKİL LİSTESİ	vi
ÖZET	vii
SUMMARY	x
1. GİRİŞ	1
2. TÜRKİYE'DE KOBİLER VE RİSK SERMAYESİ	3
2.1. KOBİ Tanımı	3
2.1.1. KOBİ'lere Genel Bir Bakış	3
2.1.2. Türkiye'de KOBİ'ler	9
2.2. KOBİ'lerin Finansal Sorunları	11
2.3. KOBİ'lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Önemi	16
2.4. KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü ve İMKB'nin Sunduğu Olanaklar: Bölgesel Pazarlar ve Yeni Şirketler Pazarı	19
2.4.1. Bölgesel Pazarlar	20
2.4.2. Yeni Şirketler Pazarı	22
3. RİSK SERMAYESİ	26
3.1. Risk Sermayesi Kavramı	26
3.2. Risk Sermayesinin Gelişimi	27
3.3. Avrupa Birliği'nde Risk Sermayesinin Gelişimi (EVCA)	29
3.4. Miktar Bazında 5 Yıl Ortalamasına Göre Avrupa'daki Yatırım Çeşitleri	29
3.5. OECD Ülkelerinde Risk Sermayesi'nin Gelişimi ve Devlet Desteği	30
3.5.1. OECD Ülkelerinde Uygulanan Devlet Desteği Formülleri	30
3.6. Risk Sermayesinin Özellikleri	33
3.7. Risk Sermayesinin Başarı Kriterleri	35
4. RİSK SERMAYESİNİN FİNANSAL PROFİLİ	38
4.1. Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırım Aşamaları	38
4.1.1. Çekirdek Finansmanı (seed capital)	38
4.1.2. Başlangıç Finansmanı	40

4.1.3. Geçit Finansmanı	42
4.1.4. Büyüme Finansmanı	42
4.1.4.1. Organik Büyüme	43
4.1.4.2. Ele Geçirme	43
4.1.5. Yatırımdan Çıkış (Realization)	43
4.2. Risk Sermayesi Şirketlerinin Faaliyet Yöntemleri	44
4.2.1. İş Planının Hazırlanması	47
4.2.1.1. Yönetim	48
4.2.1.2. Pazar	48
4.2.1.3. Fiyatlandırma	48
4.2.2. Yatırımın Kontrol ve Takip Edilmesi	48
4.2.3. Kontratın Niteliği	49
4.2.4. Risk Değerlendirilmesi	50
4.3. Risk Sermayesi Fonunun Oluşturulması	55
4.4. Risk Sermayesi Piyasası Finansal Araçları	56
4.5. Risk Sermayesi Şirketinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Payını Satması	57
4.5.1. Risk Sermayesi Yatırımından Halka Arz Yöntemi İle Çıkış	57
4.5.2. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi	58
5. RİSK SERMAYESİ ABD VE AVRUPA UYGULAMALARI	60
5.1. Risk Sermayesi Avrupa Uygulamaları	60
5.1.1. İngiltere	60
5.1.2. Fransa	62
5.1.3. Almanya	64
5.2. Risk Sermayesi ABD Uygulamaları	67
6. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ	71
6.1. Yasal Çerçeve	71
6.2. Teşebbüs Destekleme Ajansı	76
6.3. Teknoloji Geliştirme Projesi	78
6.4. Küçük Ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı	79
6.5. Türkiye Halk Bankası	80
6.6. İslam Bankaları	81
6.7. Türkiye Kalkınma Bankası	81
7. VAKIF RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI	83
I. Şirket Hakkında Bilgiler:	83
II. Halka Arza İlişkin Bilgiler	84
III. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler	87
8. SONUÇ	94
KAYNAKLAR	95

KISALTMALAR

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

AET : Avrupa Ekonomik Topluluğu

DİE : Devlet İstatistik Enstitüsü

FF : Fransız Frangı

OECD : Organization of Economic Corporation and Development

TTK : Türk Ticaret Kanunu

v.b. : ve bunun gibi

v/y : veri yok

s. : sayfa

TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1. OECD Bünyesinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Sınıflandırılması.....	4
Tablo 2.2. KOBİ Tanımları.....	5
Tablo 2.3. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı.....	5
Tablo 2.4. KOBİ'lerin Ulusal Ekonomilerdeki Yeri.....	7
Tablo 2.5. Türkiye'de Farklı Kuruluşlarca KOBİ Tanımları.....	9
Tablo 2.6. İmalat Sanayinde İşletme Büyüklükleri.....	10
Tablo 2.7. İmalat Sanayinde İşletmelerin İstihdamdaki Payları	10
Tablo 2.8. İşletmelerin İş Kollarına Göre Dağılımı	11
Tablo 3.1. Miktar Bazında 5 yıl ortalamasına göre Avrupa'daki yatırım çeşitleri ...	30
Tablo 4.1. Çekirdek Finansmanı Opsiyonları Örneği	39
Tablo 4.2. Başlangıç Finansmanına Bir Örnek	41
Tablo 4.3. Organik Büyüme Finansmanına Bir Örnek	43
Tablo 5.1. İngiltere'de 1992 Yılında Oluşturulan	62
Risk Sermayesi Fonlarının Kaynakları	62
Tablo 5.2. İngiltere'de 1992 Yılı Risk Sermayesi Yatırımlarının Aşamaları	62
Tablo 5.3. Fransa'da 1992 Yılında Oluşturulan Risk Sermayesi Fonlarının Kaynakları	63
Tablo 5.4. Fransa'da 1992 Yılı Risk Sermayesi Yatırımlarının Aşamaları	64
Tablo 5.5. Almanya'da 1992 Yılında Oluşturulan Risk Sermayesi Fonlarının Kaynakları	66
Tablo 5.6. Almanya'da 1992 Yılı Risk Sermayesi Yatırımlarının Aşamaları	66

ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 3.1. Risk Sermayesinde Yer alan Taraflar ve Arasındaki İlişkiler.....	34
---	----

ÖZET

KOBİ olarak nitelendirilen işletmelerin büyümelerinin önündeki en büyük engel finansman sorunudur. Bu sorun kredi vb. yöntemlerle giderilebilse de maliyetli olacaktır. Amacı, yeni fikir, buluş ve teknolojik yeniliklere sahip olan küçük ve orta boy işletmelere uzun vadeli sermaye yatırımı yapmak olan risk sermayesi bu anlamda da KOBİ'ler için uygun bir finansman modeli olacaktır.

Risk sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak ifade edilebilir.

Avrupa Risk Sermayesi Birliği (EVCA), Avrupa'da risk sermayesi kavramının gelişmesine öncülük eden, ülkeler arasındaki bilgi paylaşımı ve sermaye akışını sağlamak amacıyla hizmet veren bir kuruluştur. EVCA, 1985 yılında başlattığı 'Venture Consort' programı ile KOBİ'leri desteklemek amacıyla sendikasyon yatırımlarına AT fonlarından firma özkaynaklarının % 30'unu geçmemek kaydıyla yardım yapmaktadır.

Risk sermayesi uygulamalarının kısa sürede hayata geçirilebilmesi, devletin bu tür şirketlere ortak olması veya kendi kurduğu şirketlerin hisse senetlerinin özel sektöre satışı ile olmaktadır. Bir başka yöntem de devlet bankalarının uzun vadeli düşük faizli kredi imkanı sağlamasıdır. Vergisel teşviklerde, projenin faaliyete geçmesinden sonra kazancın vergilendirilmesi risk sermayesi şirketleri için cazip olacaktır. Risk sermayesi şirketlerine sağlanacak bir diğer teşvik de şirket hisselerine devlet güvencesinin sağlanmasıdır.

Gelişen teknoloji, ekonomik dengeleri değiştirmiş, sermaye olmadan iş kurmanın düşünülmediği dönemler geride kalmıştır. Artık 'fikir parayı bulur' dönemine gelinmiştir. Risk sermayesi şirketleri, geliştirilen projeler için kaynak sağlamanın en kolay yolu haline gelmiş, yeni kurulmakta olan şirketlere, hisse alımı ile finansman

olanakları sağlamışlardır.

Yatırım yapılan firmanın hisse senetleri risk sermayedarının beklediği değere ulaştığı noktada sermayedar mevcut payını satarak kârını realize eder.

Risk sermayesi, gelişme vaad eden işletmelere uzun vadeli yatırımı gerektirmesi nedeniyle riski alarak uzun vadede getiri beklentisinde olan kişi ve kurumların fonlarına gereksinim duymaktadır. Bunlar bireysel yatırımcı, sigorta şirketleri, devlet kurumları, finansal şirketler veya özel girişimci şirketler olabilirler.

Fonun oluşturulmasında yatırım yapılacak olan işletmelerin niteliği, işletme giderleri, diğer giderler ile sermayedarın bünyesinde istihdam ettiği profesyonel kadro gibi kriterler dikkate alınmaktadır.

Risk sermayedarının yatırım amacı, belli bir vadede piyasa değeri yükselen şirketin kendi payını içeren hisse senetlerini yüksek fiyattan satarak getiri sağlamaktır. Dolayısıyla sermaye piyasalarının gelişmişliği risk sermayedarı için önem taşımaktadır. Şirketlerin halka açılabilirdikleri sermaye piyasası koşullarının mevcudiyeti risk sermayesinin gelişimine olumlu katkı sağlamaktadır. Şirketlerin halka açılarak hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasının sağladığı bazı olumlu ve olumsuz etkiler olmaktadır.

KOSGEB, "Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun" gereği kurulan tüzel kişiliğe haiz bir kamu kurumudur. 1-50 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri küçük sanayi işletmeleri, 51-150 arası işçi çalıştıran Sanayi İşletmeleri de orta ölçekli sanayi işletmesi kabul edilmiştir. İşletmelerinin büyüklük ve mahiyetlerini, günün ekonomik ve sosyal şartlarına göre değiştirmeye Bakanlar Kurulu yetkili kılınmıştır. KOSGEB'in hedefleri arasında; kuruluş aşamasından üretime, üretimden pazarlamaya kadar hemen her türlü konuda sanayi hizmetlerini çok yönlü vermek yer almaktadır.

KOBİ'lerde hammadde tedariki, finansman, pazarlama, teknolojilerin eskimiş olması gibi sorunların mevcut olduğunu göstermektedir. Örneğin; araştırma kapsamındaki işletmelerin karşılaştıkları sorunların başında maliyet yüksekliği (% 83), pazarlama (% 53), hammadde tedariki (% 49), finansman (% 42) sorunları başta gelmektedir. Görüldüğü gibi, KOBİ'lerde, yöneticiler üretim, teknoloji, atıl kapasite gibi konularda dikkatlerini yoğunlaştırmakla birlikte, pazarlama sorunları da önemli boyuttadır.

Risk sermayesi ile geleneksel finans sisteminden kaynak sağlamada büyük zorluklar çeken ve çoğu kez mali sıkıntılar içinde varolmaya çalışan küçük ve orta ölçekli girişimcilerin bu alandaki ihtiyacı karşılanmaktadır. Böylece yeni fikirlerle dolu küçük girişimcilerin desteklenmesiyle bu şirketlerin ekonomiye hareket, rekabet ortamına canlılık getirme etkisinden yararlanılmaktadır. Daha ziyade yüksek teknolojiye yönelik yeni fikirleri olan gelişme potansiyeli küçük girişimcilere risk sermayesi sağlandığı için bu ürünlerin ticarileştirilmesi ve teknolojik ilerleme sağlanmakta böylece de uluslararası alanda rekabet avantajı elde edilmektedir. Yeni alanların istihdama açılması ile işsizlik oranı düşmektedir

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, gümrük birliği ile KOBİ'lerin karşılaşacakları yoğun rekabet karşısında finansman güçlüklerini sermaye piyasası yoluyla aşabilmeleri ve yeni finansman kaynaklarına kavuşabilmeleri için KOBİ'lere özgü yeni hisse senedi pazarları oluşturmuştur.

SUMMARY

Venture capital firms, which are established in order to supply venture capital, are indeed private profit-making centers. These firms operate generally in the same manner as their market although they have different structures and organizations. They are capable of management and technical assistance in the areas of planning, personnel, marketing and financing when they are faced to a written proposal including a business plan and a market analysis.

Wealthy individual investors, subsidiaries of banks and other corporations organized as small business investment companies, groups of investment banks and other financing sources are the major units constituting the venture capital firms structure.

The most important obstacle for the development of KOBIs (small and medium sized administrations) is the financial problems. Although this can be reduced by bank credits it will burden extra cost to the firms. The aim of Venture Capital is to invest for long-term in small and medium sized administrations, which have new ideas, projects and technologies. So, as it can be seen easily, Venture Capital, in this manner, is a suitable model for the solution of financial problems. Venture Capital provides financial sources to small and medium sized administrations which not only have problems in providing support from the existing and traditional finance systems but also trying to survive generally in fiscal problems. So by this way, those kinds of corporations, which have new projects, are supported financially and this brings competition and new trends in the economy. As a result, these projects become economic goods and new technologies are developed which may result in advantages in international competition in the long run. Finally, giving support to those administrations will also be effective in reducing the unemployment rate.

1. GİRİŞ

Son yıllarda ülkemizde de yaygın olarak kullanılan Risk sermayesi kavramı, gerçek anlamda ilk olarak 19. y.y. başlarında, İngiltere'de varlıklı kesimin endüstri devrimi döneminde projelerinin finansmanında kullandıkları fonlar olarak ortaya çıkmaktadır. Bugünkü anlamıyla risk sermayesi 1930'lu yıllarda ilk profesyonel fon olan Charterhouse'un kurulması ile ortaya çıkmıştır. Gelişimi ise 1950'li yıllarda 2. Dünya savaşı sonrası ABD'de J.H. Whitney ve Rockefeller gibi zengin ailelerin yatırımları ile olmuştur. ABD'de asıl gelişim 1980 sonrası dönemde geliştirilen vergi teşvikleri ile sağlanmıştır¹.

KOBİ'lerin savaş sonrası dönemde artan önemi, üretime, istihdama ve teknolojik gelişmeye yapmış oldukları katkıları, hükümetlerin bu konuda yeni politikalar üretmelerine vesile olmuştur. Risk sermayesini, ülkedeki müteşebbis ruhu ateşleyecek, teknolojik gelişime, yeni fikir ve projelerin hayata geçirilebilmesine neden olacak bir model olarak değerlendirebiliriz.

KOBİ olarak nitelendirilen işletmelerin büyümelerinin önündeki en büyük engel finansman sorunudur. Bu sorun kredi vb. yöntemlerle giderilebilse de maliyetli olacaktır. Amacı, yeni fikir, buluş ve teknolojik yeniliklere sahip olan küçük ve orta boy işletmelere uzun vadeli sermaye yatırımı yapmak olan Risk sermayesi bu anlamda da KOBİ'ler için uygun bir finansman modeli olacaktır.

Risk sermayesi modeli; uygulandığı gelişmiş ülkelerde başarılı örnekler sergilemiş, hedeflenen amaca uygun hizmet etmiştir. Modelin başarısı, ülkenin gelişmişlik düzeyi, yetişmiş insan kaynağı, sermaye birikimi ve kültürü ile doğrudan alakalıdır.

Sermaye birikimi olmadan risk sermayesi yatırımlarından bahsetmek mümkün

¹ Risk Sermayesi, Nokta, 2-8 Temmuz 2000, s. 51

olmayacaktır. Yeterli sermaye birikimine sahip olan ülkeler bu modeli uygulamışlardır. Uygulanan strateji hem bu ülkelerin dünya ticareti içinden aldıkları payın artmasını sağlamış, hem de teknolojik gelişmeleri kontrolleri altına almalarını olanaklı kılmıştır.

Bu çalışmanın amacı, gelişmiş ülkelerde yıllardır başarı ile uygulanan risk sermayesi sistemini tanıtmak, sistemi tüm yönleri ile ele alarak, ülkemiz koşullarında da KOBİ'lere ve parlak yeni fikirlere ışık tutmaktır.

Tez çalışması toplam yedi bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde çalışmanın amacı anlatılmıştır.

İkinci bölümde; risk sermayesi kavramı, gelişimi, özellikleri ve başarı koşulları konularına yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde; risk sermayesinin finansal profili, faaliyet planları, risk sermayesi fonunun oluşumu, şirketin sermaye piyasaları yoluyla payının satılması konuları tartışılmıştır.

Dördüncü bölümde; modelin Avrupa ve ABD uygulamalarına yer verilmiştir.

Beşinci bölümde; risk sermayesinin Türkiye'deki yasal çerçevesi ve konu ile ilişkili kurumlar anlatılmaktadır.

Altıncı bölümde; Türkiye'deki KOBİ tanımı ve kavramı, KOBİ'lerin yaşadığı finansal problemler, modelin bu mevcut problemlere getirdiği çözümler tartışılmıştır.

Yedinci bölümde; Türkiye'de faaliyet göstermekte olan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı incelenmiştir.

2. TÜRKİYE'DE KOBİLER VE RİSK SERMAYESİ

2.1. KOBİ Tanımı

2.1.1. KOBİ'lere Genel Bir Bakış

Son yıllarda, küçük ve orta ölçekli işletmeler ülke hükümetlerinin yakın ilgisini çekmişlerdir. Bunun en önemli sebebi bu işletmelerin ülke ekonomilerinde devam eden yapısal değişikliklerde anahtar rol oynamaları ve istihdam yaratmada önemli role sahip olmalarıdır. Küçük ve orta ölçekli işletmeler terimi, çok çeşitli şekillerde tanımlanmaktadır. Bazı ülkelerde farklı kriterlere göre bir veya daha fazla tanımı bulunmaktadır. Bu kriterler arasında, çalışan sayısı, aktif yapısı, satışlar, mülkiyet yapısı sayılabilir. Farklı kriterler, çeşitli ülkelerdeki küçük ve orta ölçekli işletmeleri birbirleri ile karşılaştırma imkanını zorlaştırmaktadır. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin en önemli özelliği "büyük olmamaları"dır. Buldukları sektör veya pazarda ilk % 10 veya % 20'lik bölüme girmezler².

OECD bünyesinde küçük ve orta ölçekli işletmelerin sınıflandırılmasına göre küçük ve orta ölçekli işletmelerin büyük çoğunluğu 100 işçiden daha az işçi çalıştırmaktadır. Bu işletmelerin % 95'i 100'den daha az işçi çalıştırmaktadır. Sadece % 2 veya 3'ü 100-500 işçi çalıştıran işletmeler kategorisindedir³.

² R. Ali Küçükçolak, KOBİ'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, Ekim, 1997, s.4.

³ Vinde V. Pierre, General Introduction to Environment for SMEs, OECD, 1995, s.2.

Tablo 2.1. OECD Bünyesinde Küçük ve Orta

Ölçekli İşletmelerin Sınıflandırılması

Mikro İşletmeler	1-4 işçi çalıştıran
Çok Küçük İşletmeler	5-19 işçi çalıştıran
Küçük İşletmeler	20-99 işçi çalıştıran
Orta Ölçekli İşletmeler	100-500 işçi çalıştıran

Kaynak: Vinde V. Pierre, General Introduction to Environment for SMEs,

OECD, 1995, s.2.

Hizmet sektöründeki küçük ve orta ölçekli işletmeler, imalat sektöründekilere göre daha küçük ölçeklidir. Pekçok küçük ve orta ölçekli işletmenin, büyük gruplarla iştirak, taşeron v.b. resmi ya da gayri resmi ilişkileri mevcuttur. KOBİ tanımları ülkeden ülkeye göre farklılık göstermektedir:

Avrupa Birliği, KOBİ tanımları konusunda gerek Ulusal gerek Birlik bazında yeni ortak bir tanım getirmiştir⁴. 7.2.1996 tarihli Konsey Kararına göre, KOBİ tanımı işçi sayısı, bilanço büyüklüğü ve bağımsızlık derecesinden oluşmaktadır. Bu tanıma göre 250 işçiden az işçi çalıştıran firmalar KOBİ sayılmaktadır. Orta ölçekli bir işletme, 50 ile 250 işçi çalıştıran ve yıllık cirosu 40 milyon ECU'nun altında olan, yıllık bilançosu 27 milyon ECU'yu aşmayan işletme olarak tanımlanmaktadır. 50'den az işçi, 7 milyon ECU'yu aşmayan yıllık ciro veya 5 milyon ECU'nun altında bir yıllık bilançoya sahip işletmeler küçük işletme, 10'dan az işçi çalıştıran işletmeler ise çok küçük işletme grubuna girmektedir. KOBİ'lerin bir başka ölçütü de bağımsızlık düzeyi ile ilgilidir. Büyük ölçekli bir işletmenin veya ortaklaşa hareket eden birkaç büyük işletmenin bir KOBİ'de sahip olduğu hissenin % 25'in altında olması koşulu aranmaktadır.

⁴ Meral- Fazlıoğlu, M. Akan, Avrupa Birliğinde KOBİ Destekleme Programları ve Diğer Teşvik Araçları; KOSGEB Bilgi Merkezi, Ocak 1997, Ankara, s. 3.

Tablo 2.2. KOBİ Tanımları

Ülke Adı	Küçük İşletme	Orta Boy İşletme
ABD	100-500	1000-1500
Japonya	1-300	-
Almanya	1-50	50-500
İtalya	1-200	-
Hindistan	1-50	50-100
Güney Kore	1-100	101-300
Kolombiya	1-50	51-100

Kaynak: Dış Ticaret Dergisi Sayı:2, 1996, s.42.

Diğer yandan, küçük ve orta ölçekli işletmelerin ülke ekonomilerine katkılarının belirlenmesi, uygulanan metodların çeşitlilikleri nedeniyle güçtür. Ancak tüm bu zorluklara rağmen tüm ülkelerde, işletmelerin yaklaşık % 99'unun küçük ve orta ölçekli işletmelerden oluştuğu şeklinde bir genelleme yapılabilir. Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, istihdamın % 40-80'i ve gayrisafi milli hasılanın % 30-70'ini küçük ve orta ölçekli işletmeler tarafından oluşturulmaktadır⁵.

Tablo 2.3. Avrupa Birliği'nde KOBİ Tanımı

KOBİ	Eleman Sayısı	Yıllık Ciro (veya Yıllık Bilanço Tutarı)	Bağımsızlık
Orta	250'den az	40 milyon ECU'yu geçmemeli (veya 40 milyon ECU)	Bir veya birkaç büyük şirkete ait olmamalı
Küçük	50'den az	7 milyon ECU'yu geçmemeli (veya 5 milyon ECU)	-
Çok Küçük	10'dan az	-	-

Kaynak: Sayın, Meral- Fazlıoğlu, M. Akan, Avrupa Birliğinde KOBİ Destekleme Programları ve Diğer Teşvik Araçları, KOSGEB Bilgi Mekezi, Ocak 1997, Ankara, s. 4.

⁵ Vinde V. Pierre, General Introduction to Environment for SMEs, OECD, 1995, s. 3.

Sektörlere göre küçük ve orta ölçekli işletmelerin önemi değişik seviyelerdedir. Örnek olarak Avrupa'da bu tür işletmeler inşaat, toptan ve perakende ticaret ve küçük ölçekli hizmet sektörlerinde yoğunlaşmıştır. Buna karşılık madencilik, ulaştırma ve iletişim sektörlerinde ise büyük ölçekli işletmeler yoğundur. Küçük ve orta ölçekli işletmelerin küçük fakat önemli bir grubu, yeni sanayilerin ve teknolojilerin gelişmesinin öncüsü durumundadırlar. Yenilikçi çalışmalar yapanlar içinde küçük ve orta ölçekli işletmeler yoğun durumdadır. İletişim ve otomasyon maliyetlerinin azalması, KOBİ'lerin teknik imkanlarının artmasına paralel olarak global piyasa içindeki başarılarının büyümesini sağlamaktadır. KOBİ'lerin istihdama katkısı da önemlidir. Bu işletmeler en önemli istihdam yaratıcıların başında gelmektedir. Yapılan incelemeler, KOBİ'lerin yeni kurulmuş şirketlerden daha fazla istihdam yarattıklarını ortaya çıkarmıştır. Zira KOBİ'lerin % 5'i hızlı büyüyen şirketler statüsündedir. Diğer yandan, KOBİ'ler ekonomideki yavaşlama ve hızlanma dönemlerine uyum sağlamada diğer işletmelere göre daha avantajlıdırlar. Karar verme yapısındaki ve uygulamaya geçmedeki esneklik, KOBİ'lerce fırsatların değerlendirilmesinde hız kazandırmaktadır⁶.

⁶ R. Ali Küçükçolak, a.g.e., s.4.

Tablo 2.4. KOBİ'lerin Ulusal Ekonomilerdeki Yeri

	KOBİ Sayısı %	İstihdam %	GSMH'ya Katkı %
Avustralya	96,0	45,0	23,0
Belçika	99,7	72,0	v/y
Kanada	99,8	66,0	57,2
Danimarka	98,8	77,8	56,7
Finlandiya	99,5	52,6	v/y
Fransa	99,9	69,0	61,8
Almanya	99,7	65,7	34,9
Yunanistan	99,5	73,8	27,1
İrlanda	99,2	85,6	40,0
İtalya	99,7	49,0	40,5
Japonya	99,5	73,8	57,0
Hollanda	99,8	57,0	50,0
Portekiz	99,0	79,0	66,0
İspanya	99,5	63,7	64,3
İsveç	99,8	56,0	v/y
İsviçre	99,0	79,3	v/y
İngiltere	99,9	67,2	30,3
ABD	99,7	53,7	48,0

*Kaynak: OECD, Globalization and Small and Medium Enterprises (SMEs),
Volume I, 1997, s.17.*

KOBİ'lerin ekonomiyi katkıları dört ana başlıkta gruplanabilir.

A) Firmaların birbirlerine bağımlı çalışması:

KOBİ'ler, daha büyük ölçekli işletmelerin faaliyetlerini daha verimli olarak sürdürmelerine yardımcı olurlar. ABD'de otomotiv endüstrisindeki 211.000 oto tamir işletmesinin % 80'i 1-4 işçi çalıştırmaktadır. Japonya'da Toyota firması otomobil üretiminin % 70'ini ana üretim tesisleri dışındaki yan sanayi firmalarına yaptırmaktadır.

Toyota şirketinin üretim yaptırdığı 36.000 fason şirket bulunmakta olup, bunların 35.000'i 100 kişiden az işçi çalıştıran şirketlerdir.

B) Rekabetin devamı:

Yeterli sayıda KOBİ'nin birbiri ile rekabet etmediği bir piyasa tekelleşme eğilimine gireceğinden, bu durum gerek ekonomik gelişme ve gerekse tüketicilerin korunması açılarından sakıncalı sonuçlar doğurabilecektir.

C) Yeni buluşların uygulamaya konulması:

KOBİ'lerin desteklenmesi girişimciliği teşvik edeceğinden büyük ölçekli işletmelere göre daha esnek yapıda ve risk alabilen daha küçük ölçekli işletmeler yeni buluşlara karşı daha atak davranmaktadırlar.

D) İstihdam yaratılması:

KOBİ'ler ülkeden ülkeye değişmekle birlikte hemen her ülkede istihdamda büyük öneme haizdirler. ABD'de yeni istihdamların %80'i 20 kişiden az işçi çalıştıran işletmelerdir. Avusturya ve Almanya'da 1-99 işçi çalıştıran işletmeler, tüm işletmelerin % 98'idir. Avusturya'da toplam istihdamın % 55'ini, Almanya'da % 54'ünü KOBİ'ler teşkil ederler⁷.

ABD'de Small Business Administration (SBA)'ın yaptığı araştırmaya göre, 1978-1988 yılları arasında ABD'de yaratılan toplam yeni işlerin % 60'ının KOBİ'ler tarafından gerçekleştirildiği anlaşılmıştır. Fortune dergisinin 500 büyük firmasında yapılan araştırmada 1980-1989 yılları arasında bu büyük ölçekli firmaların 3.5 milyon işçi çıkarırken, ekonomide 17.5 milyon yeni iş imkanı yaratıldığı ve bu rakamın üçte ikisinin KOBİ'ler tarafından sağlandığı belirlenmiştir. ABD'de KOBİ'lerin bu önemleri nedeniyle özel bir kanun çıkarılmış ve Small Business Investment Administration (SBA)'ın izniyle Small Business Investment Companies denilen finansman şirketleri kurulması teşvik edilmiştir⁸.

⁷ _____, İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Atatürk Üniversitesi, Cilt 11, Sayı 3-4, 1997, s. 64.

⁸ _____, Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, TOBB, 1996, s. 14-79.

2.1.2. Türkiye’de KOBİ’ler

Türkiye’de KOBİ’ler konusundaki tanımlarda farklılıklar bulunmaktadır. En belirgin ölçüt, işletmelerin istihdam ettikleri çalışan sayısıdır. KOSGEB Kuruluş Yasası’nda, imalat sanayi sektöründe 1-50 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri küçük sanayi işletmeleri, 51-150 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri orta ölçekli sanayi işletmeleri ve 150 işçinin üzerinde çalışanı bulunan işletmeler ise büyük ölçekli işletmeler olarak tanımlanmaktadır⁹. DİE, 1-9 arası işçi çalıştıran sanayi işletmelerini "çok küçük ölçekli", 10-49 işçi çalıştıranları "küçük ölçekli", 50-99 arası işçi çalıştıranı "orta ölçekli" ve "100'ün üzerinde işçi çalıştıranı " büyük ölçekli" olarak nitelemektedir.

Tablo 2.5. Türkiye’de Farklı Kuruluşlarca KOBİ Tanımları

Kuruluşun Adı	Küçük İşletme	Orta Boy İşletme
KOSGEB	1-50	51-150
İstanbul Sanayi Odası	1-19	20-99
Halkbank	1-100	101-250
DİE	1-49	50-99
İstanbul Ticaret Odası	5-10	-
Ege Bölgesi Sanayi Odası	5-50	50-199
Ankara Sanayi Odası	10-30	30-299

Kaynak: Dış Ticaret Dergisi Sayı:2, 1996, s.42.

⁹ Mustafa Altıntaş, “Ekonomik Bütünleşmeler Gümrük Birliği ve Türkiye, KOBİ’ler Açısından Yaklaşım”, KOSGEB Ankara Eğitim Merkezi, 1995, s. 80.

Tablo 2.6. İmalat Sanayinde İşletme Büyüklükleri

Firma Büyüklüğü	İmalat Sanayi İçindeki Payı (%)
1-9 işçi çalıştıran çok küçük işletmeler	95,46
10-49 işçi çalıştıran küçük işletmeler	2,95
50-199 işçi çalıştıran orta ölçekli işletmeler	1,06
200 üzerinde işçi çalıştıran büyük ölçekli işletmeler	0,53

Kaynak: Mustafa Altıntaş, "Ekonomik Bütünleşmeler Gümrük Birliği ve Türkiye, KOBİ'ler Açısından Yaklaşım", KOSGEB Ankara Eğitim Merkezi, 1995, s. 80.

Türkiye'de mevcut verilere göre, imalat sanayinde 195.000'nin üzerinde işletme bulunmaktadır. Yukarıdaki tablodan görüldüğü üzere, KOBİ'lerin (1-199 işçi çalıştıranlar) toplam işletme içindeki ağırlığı % 99.47'tir. 195.000 üzerindeki imalat sanayi işyerlerinde çalışan işçilerin sayısı 1.574.005'tir.

Tablo 2.7. İmalat Sanayinde İşletmelerin İstihdamdaki Payları

Firma Büyüklüğü	İmalat Sanayinin İşçi Sayısında Payı (%)
1-9 işçi çalıştıran çok küçük işletmeler	34,7
10-49 işçi çalıştıran küçük işletmeler	8,7
50-199 işçi çalıştıran orta ölçekli işletmeler	12,9
200 üzerinde işçi çalıştıran büyük ölçekli işletmeler	43,7

Kaynak: Mustafa Altıntaş, "Ekonomik Bütünleşmeler Gümrük Birliği ve Türkiye, KOBİ'ler Açısından Yaklaşım", KOSGEB Ankara Eğitim Merkezi, 1995, s. 80.

KOBİ'lerin çeşitli iş kollarındaki payları %29.12 ile %1.60 arasında değişmektedir¹⁰. Sözkonusu dağılım aşağıdaki tabloda verilmektedir. Ülkemizdeki KOBİ'lerin işletmeler,

¹⁰ Murat Kepir, Gümrük Birliğine Girerken KOBİ'ler, Türkiye-Avrupa Topluluğu Gümrük Birliği, 1996 Yılı Uygulama Semineri, 1996, s. 150.

istihdam ve yarattığı katma değerler açısından büyük ölçekli işletmelere göre ağırlıklı öneme sahip oldukları gözlenmektedir¹¹.

Tablo 2.8. İşletmelerin İş Kollarına Göre Dağılımı

İş Kolu	(%)
Dokuma-Giyim-Deri	29,12
Metal Eşya-Makine teçhizat-Ulaşım Araçları	25,05
Orman Ürünleri ve Mobilya	21,78
Gıda-İçki-Tütün	11,28
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	3,75
Kağıt, Kağıt Ürünleri, Basım	3,43
Kimya-Petrol-Kömür-Kauçuk	2,89
Metal Ana Sanayi	1,10
Diğer Sanayi İş Kolları	1,60

Kaynak: Murat Kepir, Gümrük Birliğine Giren KOBİ'ler, Türkiye-Avrupa

Topluluğu Gümrük Birliği, 1996 Yılı Uygulama Semineri, 1996, s. 150.

2.2. KOBİ'lerin Finansal Sorunları

Küçük işletme ile ifade edilen nedir? Ölçü olarak en genel tanım, çalışan işçilerin sayısıdır. Sanayileşmiş ülkelerde 200-300'den daha az işçi çalıştıran işletmeler, gelişmekte olan ülkelerde ise 50'den daha az işçi çalıştıran işletmeler genellikle küçük işletmeler olarak tanımlanır. Ancak bazan işçi sayısı dışında konulan sermaye de ölçü olarak kullanılır ve muhtemelen daha doğru bir tanım ancak böyle yapılabilir¹².

Ülkemizde, işletmeleri büyüklüklerine göre sınıflara ayıran bazı yasa ve yönetmelikler bulunmasına karşın; bunlar açık ve net bir şekilde kesin (nicel) ölçüler ortaya

¹¹ _____, Küreselleşme ve Gümrük Birliği, İTO Yayınları, No: 1996-32, s.87.

¹² Nesrin Peker Nas, Suat Oktar, Gelişmekte Olan Ülkelerde Küçük İşletmeler, İstanbul Sanati Odası Dergisi, Sayı: 254, Nisan 1987, s. 13.

koymamaktadır. 6762 sayılı T.T.K., 507 sayılı Esnaf ve Küçük Sanatkarlar Kanunu, 655 sayılı Ticaret ve Sanayi Odaları Kanunu, Sanayi Sicil Kanunu, İşletmeleri nicel ölçütler bakımından sınıflandıran yasalardan birkaçıdır. Ayrıca Devlet İstatistik enstitüsü (DİE), T. Halk Bankası, Sanayi Yatırım ve Kredi Bankası gibi çeşitli kriterlere göre tanım yapan kuruluşlar da mevcuttur. Türk Ticaret Kanunu' nda Esnaf ve Tacir arasındaki ayırım, daha küçük (cüce) işletmeleri ayırmada yararlı olmaktadır. 507 sayılı Esnaf ve Sanatkarlar Kanunu, Küçük Sanatlar tanımından bedeni çalışma durumunu esas almıştır. Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği Kanunu ise makina ve ekipman kullanımına bağlı bir tanım yapmıştır. Türkiye Halk Bankası ise,50'den az işçi çalıştıran ve makina parkı bilanço değeri 250 milyon TL'ndan az olan işletmeleri küçük işletme, 50-99 kişi çalıştıran ve makina parkımın bilanço değeri, 2,5 milyar TL'nı aşmayan işletmeleri de orta büyüklükte işletme olarak kabul etmiştir. DİE, daha farklı bir tanım kullanarak 1985 yılından itibaren 25'den az işçi çalıştıran işletmeleri küçük ve orta büyüklükteki işletme olarak benimsemiştir. En son olarak Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile ilgili küçük ve orta ölçekli işletmelerin desteklenmesine ilişkin olarak tüzel kişiliğe haiz kamu kurumunun kurulmasına dair 20.4.1990 tarihli ve 20.498 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) Kurulması Hakkında Kanun'un 2. maddesine göre; 1-50 arası işçi çalıştıran Sanayi işletmeleri küçük sanayi işletmeleri, 51-150 arası işçi çalıştıran Sanayi işletmeleri de orta ölçekli sanayi işletmesi kabul edilmiştir. Yine aynı Kanun'un un 3. maddesine göre de işletmelerin büyüklük ve mahiyetlerini, günün ekonomik ve sosyal şartlarına göre değiştirmeye Bakanlar Kurulu yetkili kılınmıştır¹³.

"Küçük ve orta ölçekli işletmelerin belirlenmesinde, özellikle işletme iktisadında başvuru- rulan nicel ölçütler çok çeşitlidir. Çeşitli uygulamalı çalışmalarda kullanılan literatürde önerilen veya diğerleri yanında alternatif olarak sadece değinilen nicel ölçütler aşağıdaki

¹³ Serdar Eser, Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1990.

şekilde belirlenebilir¹⁴.

- Personel sayısı,
- Ücret toplamı,
- Sabit varlıklar,
- Makina sayısı,
- Makina parkı değeri,
- Yıllık amortisman tutarı,
- Kullanılan alan,
- Kullanılan hacim,
- Kullanılan malzeme miktarı,
- Malzeme maliyeti,
- Kullanılan enerji miktarı,
- Enerji maliyeti,
- Özsermaye,
- Çalışma sermayesi,
- İş istasyonu sayısı,
- Sipariş sayısı,
- Sipariş tutarı (değeri),
- İşletme kapasitesi,
- Kapasite kullanım derecesi,
- Vardiya sayısı,
- Satış tutarı,
- Kar hacmi,
- Katma değer,
- Ödenen vergi tutarı,
- Piyasa payı,
- İhracat/satış tutarı oranı vd.

"Küçük işletmelerin Yönetimi ve Finansman Sorunları" ile ilgili olarak 1986 yılında İs-

¹⁴ Tamer Müftüoğlu, Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri, Konrad-Adenauer Vakfı, Ankara, 1989, s. 86-69.

İstanbul Ticaret Odası ve PİAR Araştırma Limited Şirketi tarafından yapılan araştırma sonuçlarına göre belirlenen küçük işletmelerin finansal yapısına ilişkin sonuçlar aşağıda verilmiştir¹⁵.

- Küçük işletmelerde Mevcut sermayenin kaynağı genellikle tasarruf şeklinde belirlenmiştir. Tasarruf, ya işe girmeden başka bir alanda, ya da o işin içinde yapılmıştır. Karlılık durumunda tasarruf edilen miktar da, çoğunlukla firmanın öz sermayesine ilave edilmektedir.
- Küçük işletmeler yabancı sermayeye yani borçlanmaya itibar etmemektedirler. Borçlanma, onlar için, olsa olsa ticari borç; yani, müşterilerinin 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.
- Küçük işletmeler artık 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 özsermayelerin artırılması cirolara yansımış; cirolarda nispi olarak belirli bir artış olduğu gözlenmiştir. Cirolardaki bu artışın karlılığa ne ölçüde yansıdığı hususunda ise tatminkar bilgi elde etmek mümkün olmamasına rağmen, müsbet yönde bir intiba edinilmiştir.

Yapılan diğer araştırmalar KOBİ'lerde hammadde tedariki, finansman, pazarlama, teknolojilerin eskimiş olması gibi sorunların mevcut olduğunu göstermektedir. Örneğin; araştırma kapsamındaki işletmelerin karşılaştıkları sorunların başında maliyet yüksekliği (% 83), pazarlama (% 53), hammadde tedariki (% 49), finansman (% 42) sorunları başta gelmektedir. Görüldüğü gibi, KOBİ'lerde, yöneticiler üretim, teknoloji, atıl kapasite gibi konularda dikkatlerini yoğunlaştırmakla birlikte, pazarlama sorunları da önemli

¹⁵ Küçük İşletmelerin Finansman ve Yönetim Sorunları, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1986-13, İstanbul, 1986, s. 118-120.

boyuttur.

Joint Venture (Müşterek Teşebbüsler) yatırımları yukarıda geçen sorunların çözümünde önemle üzerinde durulabilecek bir konudur. Ancak bu konuda bilgi eksikliği mevcuttur. Girişimcilerimizde ortak hareket, işbirliği bilinci ve isteği olmadığı için bu alanda adım atmak güç gibi görünmektedir. Oysa herşeyden önce girişimcilerimiz bu konuda bilgilendirilmeli ve gelişmiş ülkelerdeki örnekler anlatılmalıdır.

Bilindiği üzere müşterek teşebbüs, iki ya da daha fazla sayıda birbirinden ayrı teşebbüsün aşağıda sıralanan koşulları sağlayacak şekilde faaliyetlerini birleştirmesi olarak tanımlanabilir. Bu koşullar, müşterek teşebbüsün ana teşebbüslerin ortak kontrolünde bulunması; beher ana teşebbüsün müşterek teşebbüse önemli katkılarının bulunması; müşterek teşebbüsün ayrı bir ticari kimliğe sahip bulunması ve müşterek teşebbüsün yeni üretim kapasitesi, yeni teknoloji, yeni ürün veya yeni bir pazara giriş gibi önemli bir yeni işletme kapasitesi oluşturuyor olmasıdır. Bu tanımdan, müşterek teşebbüs tesis eden bir anlaşmanın, sonucu itibariyle bir işbirliği anlamasının ötesinde fakat tam bütünleşmenin gerisinde bir hukuki ve ekonomik konumda olduğu sonucuna varmak mümkündür¹⁶.

Türkiye'deki KOBİ'lerin finansman sorunlarını aşağıdaki şekilde özetleyebiliriz¹⁷. 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 zorlaştırıcı önemli bir etken olmaktadır. Doğaldır ki bu faktör yeni alanlarda yatırım yapmak isteyen girişimcileri de caydırıcı bir role sahiptir."Yatırım kredilerinin pahalı olması" tüm işletmelerin uzun vadeli finansman temininde ortaya çıkan en önemli sorun olmakta ve gerek küçük gerekse orta ölçekli işletmelerin uzun vadeli faaliyetlerini etkileyen ikinci

¹⁶ _____, Avrupa Ekonomik Topluluğu Rekabet Kuralları Çerçevesinde Müşterek Teşebbüsler, İktisadi Kalkınma Vakfı, Nisan 1998, s. 1.

¹⁷ _____, AET'de Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler, Türkiye İktisadi Kalkınma Vakfı, 1998, s. 103-105.

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. Özellikle küçük ölçekli işletmeler, başlangıç sermayelerini, kişisel tasarruflarla oluşturmaktadır ve bunun önemli bir bölümünü daha bu aşamada iken, gerek duyulan sabit varlıklara yatırmaktadırlar. Yaşanan ekonomik ortamın sonucu ve bir idari yapılarının olmaması, bu işletmelerin otofinansmana gitmelerini önlemektedir.

2.3. KOBİ'lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Önemi

Risk sermayesi ile geleneksel finans sisteminden kaynak sağlamada büyük zorluklar çeken ve çoğu kez mali sıkıntılar içinde var olmaya çalışan küçük ve orta ölçekli girişimcilerin bu alandaki ihtiyacı karşılanmaktadır. Böylece yeni fikirlerle dolu küçük girişimcilerin desteklenmesiyle bu şirketlerin ekonomiye hareket, rekabet ortamına canlılık getirme etkisinden yararlanılmaktadır. Daha ziyade yüksek teknolojiye yönelik yeni fikirleri olan gelişme potansiyeli küçük girişimcilere risk sermayesi sağlandığı için bu ürünlerin ticarileştirilmesi ve teknolojik ilerleme sağlanmakta böylece de uluslararası alanda rekabet avantajı elde edilmektedir. Yeni alanların istihdama açılması ile işsizlik oranı düşmektedir.

19. yy. ikinci yarısından itibaren büyük ölçekli işletmeler ekonomide rol oynamaya başlamışlardır. Sözkonusu işletmeler hacim olarak olduğu kadar, yaptıkları yatırımlar açısından da büyüktürler. Bu büyüklüklerine rağmen, finansmanları genellikle problem olmamıştır. Finansal yüzeyleri (büyüklükleri) yarattıkları intiba ve verimlilikleri, bu işletmelerin yalnızca bankacılık kesiminde değil sermaye piyasalarında da uzun vadeli sermayeye başvurma ve hatta özkaynak elde etme imkanı yaratmakta idi. Borsalara giriş ise bu işletmelerin artık belli bir boyuta ulaştıklarının kanıtı idi. Buna karşılık orta ve küçük boy işletmeler büyümek için otofinansmana ya da ailelerin kendi özkaynaklarına

bağımlı kalmaya mahkum edilmişlerdir. İşte bu durum son 20 yıl içerisinde hissedilir şekilde değişti. Birçok nedenle geleneksel sanayiler, bir duraklama - gerileme döneminde olmasalar dahi, ekonominin büyümesini garanti etmekte yetersiz kalmaktadır. Günümüzde hızlanan değişim süreci, yeni teknolojilerin ve ürünlerin ortaya çıkmasına ve bunların kullanılması gerektiğine yol açmıştır. Bu gelişmelerden hareket edilirse önümüzdeki yıllarda ticarete konu olacak ürünlerin yarısının henüz mevcut olmadığı belirtilebilir¹⁸.

İşte orta ve küçük boy işletmeler bu değişimin temel itici gücü rolünü üstlenebilir. Ölçekleri, esneklikleri, üretim araçlarına uyum yetenekleri ve girişimci yöneticilerin girişkenliği gibi nedenlerle orta ve küçük boy işletmeler günümüzde yaşanan yeniden yapılanmanın ortasında yer almaktadırlar. Ekonominin gelişiminde "bir noktada toplanma"ya verilen önem, bu yeni anlayışa doğru kaymıştır. Küçük boyutlu yeni teknolojilerin ve faaliyetlerin ortaya çıkışı ve yeni pazarların oluşmasına yol açmıştır. Aynı şekilde finansal ihtiyaçlar, geçmişe göre daha büyük ölçüde kurulmuş ve büyüme aşamasında olan ve yeni mal ve hizmetlerin üretimine yönelik olan küçük ve orta boy işletmelerin ihtiyacına uygun olarak türünü ve inceliğini değiştirmiştir. Bir başka deyişle son yıllardaki gelişmeler risk sermayesi problemine yeni boyutlar kazandırmıştır. Finansal araçların da bu gelişmelere adapte olmaları gerekmektedir. Ancak bu uyum sürecinde bazı güçlüklerle karşılaşılabilceği de belirtilmelidir. Risk sermayesine başvuran küçük ve orta boy işletmeler başlıca şu üç sorunla karşılaşmaktadırlar: (aynı sorunlar bu işletmelerin ortakları için de geçerli olmaktadır)¹⁹.

- Pazar Problemi
- Personel Problemi
- Finansman Problemi.

¹⁸ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s. 174.

¹⁹ Henry Barre, Improving Venture Capital Opportunities in Europe, Commission of the European Communities, *Proceedings of the Symposium held in Luxembourg, 3-5 Oct. 1984*, s. 109-111.

A) Pazar Problemi

Küçük ve orta boy işletmelerin risk sermayesine yönelmeleri (girişimleri) çoğu kere ürün ve hizmetlere ilişkin ulusal pazarların darlığına bağlı olmaktadır.

Bu pazarlar arasından büyüklüğü itibariyle sadece Avrupa pazarı, bu işletmelere dışarıdan risk sermayesi enjekte edilerek ve belli bir verimlilik düzeyine ulaşarak gelişme perspektifi yaratabilecek kapasitededir. Ancak Avrupa pazarı henüz potansiyel aşamasındadır. Zenginleşmenin gelişmiş ve genişlemiş olmasına rağmen, homojen olmadığı ölçüde zorlukla işletilebilmektedir.

Homojen olmayı engelleyen unsurlar ise şöyledir:

- Teknik, ticari ve sınai kuralların farklılığı,
- Ticari, vergisel ve diğer konulara ilişkin mevzuattaki güçlükler,
- Mantalite farklılıkları,
- Yeniliklere karşı muhafazakar hareket etme alışkanlığı,

B) Personel Problemi

İnsan faktörüne ilişkin problem kendi içinde 3 faktöre bağlıdır.

- Yatırımcıların alışkanlıkları; Genel olarak sadece azınlık hisseler (iştiraklere) sahip olma eğilimindedirler,
- Girişimcilerin eğilimleri ve davranışları; Girişimciler, sermayelerini yeni yatırımcılara açmak ve işletmenin artık çok yüksek düzeyde verimliliğe ulaştığı aşamada ayrılmak veya kontrolü kaybetmek hususlarında çok isteksizdirler. Girişimcilerin bu tutumu risk sermayesinin gelişimini engelleyen güçlüklerin başında gelmektedir. Fakat burada da temel bir çelişki söz konusu olmaktadır: Girişimde bulunma isteğine karşın, gerekli finansal araçlara sahip olunmasa dahi işletmenin mutlak finansal sahipliğini koruma isteği.
- İşletme yöneticilerinin gerekli olan nitelikleri; Kalifiye yöneticilerinin gerekli olan nitelikleri; Kalifiye yönetici bulma gücü ABD dışındaki bütün pazarlarda güncel bir problemdir.

C) Finansman Problemi

İşletme finansmanında risk sermayesine yönelme ancak şu 3 koşulun varlığı halinde an-

lamalı olabilir.

- Yetkili insanlar,
- Açık ve net bir strateji,
- Ürün / pazar varlığı.

Finansal anlamda bu unsurlar önemli bir sermaye payının varlığına dayanmaktadır. Yine de risk sermayesinin oluşturduğu finansal mekanizma Avrupa'ya nazaran ABD'de daha iyi işlemektedir. Çünkü;

- Pazarın teklifi yenilikçi küçük-orta boy işletmelerin hızla gelişmelerine imkan yaratmaktadır,
- Bu hızlı gelişme, yatırımın hızla geri dönmesini ve artı değer elde edilmesini sağlamaktadır,
- Aktif bir ikincil piyasanın varlığı, işletmelerin cazip şartlarla satılmasını kolaylaştırmaktadır,
- Özellikle, olaylara bakış açısı ve geleneksel davranışlar, yatırımcı ile müteşebbis arasındaki karşılıklı güvenin yerleşmesine ve karşılıklı saygının gelişmesine katkıda bulunmaktadır.

2.4. KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü ve İMKB'nin Sunduğu Olanaklar: Bölgesel Pazarlar ve Yeni Şirketler Pazarı

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, gümrük birliği ile KOBİ'lerin karşılayacakları yoğun rekabet karşısında finansman güçlüklerini sermaye piyasası yoluyla aşabilmeleri ve yeni finansman kaynaklarına kavuşabilmeleri için KOBİ'lere özgü yeni hisse senedi pazarları oluşturmuştur²⁰.

²⁰ R. Ali Küçükçolak, a.g.e., s. 139-145.

2.4.1. Bölgesel Pazarlar

a) Amaç

Bu uygulamanın amacı; İMKB'nin ana pazarı durumunda olan Ulusal Pazar için İMKB Kotasyon Yönetmeliğinde belirtilen maddi koşulları sağlayamayan, yöresel nitelikteki küçük ve orta ölçekli şirketlerin halka açılarak sermaye piyasasından kaynak kullanabilmelerini ve dolayısıyla yatırım ve aktiflerini artırarak Ulusal Pazar kriterlerine ulaşmalarını sağlamak, bu süre içerisinde hisse senetlerinin fiyatlarının düzenli ve şeffaf bir piyasada, rekabet koşulları içinde oluşmasını temin etmektir.

b) İşlev

Makroekonomik açıdan bakıldığında, ülkemizde küçük ve orta ölçekli şirketlerin kaynak bulmakta güçlük çektikleri bilinmekte; ürün ve hizmet sunumundan elde ettikleri gelirlerin bu şirketlere ancak işletme sermayesi sağlayabildiği, fakat yeni yatırımların gerçekleştirilmesinde yetersiz kaldığı gözlenmektedir.

İMKB bünyesinde kurulan Bölgesel Pazarlar'ın en büyük işlevinin küçük ve orta ölçekli şirketlere Fon temin etmek, dolayısıyla ekonomiye kaynak yaratarak iktisadi büyümeyi sağlamak olduğu söylenebilir. Buna ek olarak;

- Şirket açısından bakıldığında, vade zorlaması ve kaynak maliyeti olmaksızın fon temin edilebilmesinin, şirket hisse senetlerinin Borsa pazarlarından birinde işlem görmesine bağlı olması,
- Şirket yönetimindeki kontrolü kaybetmeksizin, küçük ölçekli şirketlerine düşük maliyetli kaynak sağlamak isteyen büyük ortakların, çok sayıda kişiye küçük miktarlarda satış yapılabilen etkin bir piyasanın varlığına ihtiyaç duyması,
- Şirketin ve büyük ortakların hisse senetleri için birinci el piyasada kullanabileceği objektif bir referans fiyatının ancak etkin, sağlıklı ve güvenilir bir piyasada oluşan fiyatla mümkün olabileceğinin bilinmesi,
- Şirketin yapısında meydana gelebilecek olumlu ya da olumsuz gelişmelerin hisse senedi fiyatına aynı duyarlılıkta yansiyabilmesinin, objektif ve sağlıklı bilginin kolaylıkla ortaya çıktığı, arz ve talebin serbestçe karşılaştığı güvenilir, etkin bir piyasanın varlığına dayalı olması,

- Şirketin yöresel nitelikte olmaktan çıkıp, ulusal ve hatta uluslararası boyutlarda tanınan bir şirket haline gelmesine, ürün ve markasının yurt çapında tanınmasına olanak vermesi ve
- Halka açık, Borsa Bölgesel Pazarı'nda işlem gören bir şirket olarak kredibilitesi artan şirketin diğer finansman olanaklarından da daha kolay ve süratli yararlanabileceği gerçeği

Bölgesel Pazarlar'ın işlevini açıklamaktadır.

c) Kriterler

Hisse senetlerinin Bölgesel Pazarlar'a kabul edilebilmeleri için aşağıdaki koşulların yerine getirilmiş olması gereklidir:

- Kuruluşundan itibaren en az iki yıl geçmiş olması, sermayesinin en az % 25'inin 100'den fazla kişi elinde bulunduğu belirlenmesi halinde 1 yıl geçmiş olması,
- Menkul kıymetin piyasada mevcut ya da muhtemel tedavül hacminin Borsa yönetimince yeterli kabul edilmesi,
- Son yıl ve ilgili ara dönemler (ara dönemde başvurmuşsa) dahil olmak üzere mali
- tabloların bağımsız denetimden geçmiş olması,
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının şirketin antetli kağıdına aktararak, birinci derece imza yetkilisi en az iki yönetici tarafından imzalanıp noter tasdikinden sonra Borsa Başkanlığı'na teslim edilmesi,
- Esas sözleşmenin Bölgesel Pazarda işlem göreceği hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek her türlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere yazılı olarak Borsa'ya bildirileceğinin taahhüdü,
- Şirketin üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyuşmazlıkların

- çözümlemiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,
- Borsa'ca gerekli görülen bilgi ve belgelerin süresi içinde Borsa'ya teslim edilmiş olması,
 - Borsa yönetimince geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle son bir yıl içinde üretimine 3 aydan fazla ara vermemiş olması, tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve Borsa'ca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması.
 - Borsa yönetimi sözkonusu hisse senetlerinin bir bankaya veya İMKB Takas ve Saklama A.Ş.'ne depo edilmesini isteyebilir.

2.4.2. Yeni Şirketler Pazarı

a) Amaç ve İşlevi

Yeni Şirketler Pazarı (YŞP), finansman sıkıntısı çeken yeni kurulmuş şirketlere sermaye piyasası yoluyla fon sağlama imkanı vermek amacıyla kurulmuş bulunmaktadır. YŞP'nin kurulma amaçları şöyle belirtilebilir:

- Yeni kurulan ve büyüme potansiyeli taşıyan şirketlerin, hisse senetlerinin Borsa'da halka arz edilmesi suretiyle sermaye piyasasından kaynak temin etmelerini sağlamak;
- Sözkonusu şirketlerin hisse senetlerinin Borsa'da güven ve şeffaflık ortamında, organize ikincil piyasada işlem görmesini temin etmek;
- Yeni kurulan şirketlere, sermaye piyasasından fon temin etme imkanı tanıyarak büyüme ve yatırımlarını gerçekleştirilme fırsatı sağlamak;
- Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları ile bu tip yatırım ortaklıklarının yatırım yapabilecekleri şirketlerin hisse senetlerinin organize bir piyasada işlem görebilmesini mümkün kılmak,
- Ekonomideki atıl fonların sermaye piyasası kanalıyla büyüme potansiyeli taşıyan şirketlere aktarılmasını gerçekleştirmek,
- Ülkemiz için önem taşıyan yeni proje, buluş ve teknolojilerin, kaynak sorununun çözülmesi suretiyle, hayata geçirilmesini sağlamak.

b) Kriterler

- Şirketlerin sermaye artırımını yoluyla yapacakları halka arzlar hariç olmak üzere, hisse senetlerinin ilk kez Borsa kanalıyla halka arz ediliyor olması,
- Kuruluş amacı, faaliyet konusu ve kapsamı, iş planları ve projeleri bakımından Pazar'da işlem görebilecek düzeyde olduğunun Borsa Yönetimince uygun görülmesi,
- Menkul kıymetin piyasada muhtemel tedavül hacminin Borsa Yönetimi'nce yeterli kabul edilmesi,
- Borsa tarafından istenen beyan yazısının şirketin antetli kağıdına aktarılarak, birinci derece imza yetkilisi en az iki yönetici tarafından imzalanıp noter tasdikinden sonra Borsa Başkanlığı'na teslim edilmesi, .
- Esas sözleşmenin, Pazar'da işlem görecektir hisse senetlerinin devir ve tedavülünü kısıtlayıcı veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel olacak kayıtlar içermemekte olması,
- Şirket'in üretim ve faaliyetlerini etkileyecek önemli hukuki uyumsuzlukların çözümlenmiş olması veya makul bir süre içinde çözümlenebilir nitelikte olması,
- Tasfiye veya konkordato ilan edilmemiş olması ve Borsa Yönetimi'nce geçerli kabul edilebilecek durumlar dışındaki nedenlerle üretime ara verilmemiş olması ve Borsa'ca belirlenen diğer benzeri durumların yaşanmamış olması,
- Sermaye piyasası mevzuatı hükümleri çerçevesinde kamunun aydınlatılmasında azami özenin gösterilmesi ve yatırımcıların yatırım kararı almasında etkili olacak ve menkul kıymetin piyasa değerinde değişiklik yapabilecek hertürlü bilgi ve belgeyi derhal en seri haberleşme vasıtasıyla kamuya açıklanmak üzere yazılı olarak Borsa'ya bildirileceğinin taahhüt edilmesi,
- Kurucuların ve garantörlerin; zimmet, ihtilas, irtikap, rüşvet, emniyeti suistimal, sahtecilik, hırsızlık, dolandırıcılık, kaçakçılık gibi suçlardan dolayı hükümlülüklerinin bulunmadığının ilgili Cumhuriyet Savcılığı'ndan belgelendirilmesi ve Sermaye Piyasası Mevzuatına muhalefetten dolayı hüküm giymemiş bulunmaları,
- Başvuru sırasında kurucular ve garantörler hakkında açılmış ve halen devam etmekte bulunan soruşturma, dava, takibat vb durumların sonuçları beklenir.

- Kurucuların ve garantörlerin; müflis olmamaları; sermaye piyasası faaliyetlerine ilişkin düzenlemeler çerçevesinde faaliyet izinleri sürekli veya geçici olarak kaldırılmış yahut Borsa üyeliğinden geçici veya sürekli olarak çıkarılmış kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu tesbit edilmiş bulunan kişilerden olmaması,
- Borsa'ca gerekli görülecek bilgi ve belgelerin süresi içinde Borsa'ya teslim edilmiş olması.

Yukarıda "**kurucu**" olarak ifade edilen ortaklar, ilgili şirketin kuruluşu aşamasında ortak sıfatı taşıyan gerçek kişiler ile tüzel kişi ortakların temsilcilerini ifade eder.

"**Garantörler**" ise, Pazar'da hisse senetleri işlem görecektir şirkete karşı garantör sıfatı taşıyan bankayı ve/veya şirket kurucuları ile yönetim kurulu üyelerini ifade eder.

c) Teşvikler

Hisse senetleri YŞP'nda işlem görecektir şirketler, kota alma ücret tarifesinin % 50'si tutarında pazar kayıt ve kotta kalma ücreti tarifesinin % 50'si kadar da kayıta kalma ücreti öderler. YŞP'nda gerçekleşen işlemler üzerinden Bölgesel Pazar'da uygulanan tarifenin % 50'si tutarında Borsa Payı tahsil edilir.

d) İşlem Seansları ve Süresi

Bölgesel Pazarlar ve Yeni Şirketler Pazarı'nda işlemler elektronik ortamda Ulusal Pazar'la aynı seans saatleri içinde saat 10.00-12.00 ile 14.00-16.00 arasında iki seans halinde toplam 4 saat süreyle gerçekleştirilebilmektedir.

e) Garantörlük

Yeni Şirketler Pazarı'nda yeni kurulmuş şirketler faaliyet göstereceğinden yatırımcıların yatırım kararı almalarındaki tereddütleri ortadan kaldırmak amacıyla garantörlük esası getirilmiştir. Bu uygulama ile yatırımcıların bu pazardaki şirketlere ilişkin tereddütlerini ortadan kaldırmak ve şirketler açısından güven unsurunu tamamlamak amaçlanmıştır.

Garantörlüğü şirket kurucuları, yönetim kurulu üyeleri veya bir banka üstlenebilir.

Garanti süresi hisse senetlerinin YŞP'de işlem görmesinden başlayarak asgari bir yıldır. Bu garanti ilk olağan genel kurulun yapılmasına ve bağımsız denetimden geçmiş mali tabloların yayımlanmasına kadar geçerlidir.

Garanti kapsamı kötü niyetli iflas, konkordato, tasfiye ve benzeri durumlarla sınırlıdır.

Garantinin tutarı halka arz edilen hisse senetlerinin toplam adedi ile halka arz fiyatının çarpılması ile bulunan tutardan aşağı olamaz.

3. RİSK SERMAYESİ

3.1.Risk Sermayesi Kavramı

Bilindiği üzere teknolojinin gelişimi ancak yeni fikir ve buluşların denenmesiyle olmaktadır. Fakat bu fikirlerin hiç denenmemiş olmaları onların uygulanabilirliğini riskli kılmaktadır. Dolayısıyla yeni fikir ve projeleri destekleyen kişi ve kurumların sağlayacakları fonlar ile teknolojik gelişime katkı sağlanacaktır. Bu fonlar, risk sermayesi fonları olarak adlandırılmaktadır.

Risk sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların, gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyete geçmesi için yaptıkları uzun vadeli bir yatırım olarak ifade edilebilir.²¹

Risk sermayesi, girişimcilerin iş fikirlerinin, küçük işletmelerin ileri teknoloji yatırımları, Ar-Ge faaliyetleri, işletmelerin kuruluş, ürün tutundurma, büyüme, iyileştirme ve el değiştirme aşamalarında büyüme potansiyeli olan küçük işletmelere, öz sermaye iştiraki ya da kredi aktarımı şeklinde bir finansman modelidir.²²

Risk sermayesi çıkışı itibari ile finansal sorunlar yaşayan küçük ölçekli ya da yeni kurulacak olan teknoloji bazlı firmalara yönelik bir finansal kuruluştur. Batıdaki uygulamasıyla genel olarak 10 kişiden az çalışanı olan ve komandit şirket olarak kurulan bu şirketler, kendilerine öz sermaye ortaklığı karşısında finans sağlayan yatırım şirketleridir.²³

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 6 Temmuz 1993 tarih, 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 'Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar' Tebliği'nin (seri

²¹ <http://www.spk.gov.tr/bilgi/risksermayesi.htm>

²² <http://www.dso.org.tr/bilgi/kaynak/risksermayesi.html>

²³ http://www.bilisim2000.com.tr/etkinliktr/tubisad_genel.html

VIII, No. 21) 3. maddesinde risk sermayesi aşağıdaki şekilde tanımlanmıştır.

Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekteştirilen, uzun vadeli kaynak aktarımı biçimine risk sermayesi yatırımı denir.

Girişim şirketlerinin sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır.

3.2. Risk Sermayesinin Gelişimi

Ondokuzuncu yüzyılın başından yirminci yüzyılın ilk yarısına kadar geçen zaman içinde geleneksel sanayi yatırımları, demir-çelik, kimya gibi sektörler gelişen ekonomilerin lokomotifi olmuşlardır.

Geçen zaman içinde büyük ölçek ekonomilerine dayalı şletmelerin, hantal yapıları nedeni ile değişen ekonomik konjoktüre ayak uyduramadıkları gözlenmiştir.

Yirminci yüzyılın ikinci yarısından itibaren KOBİ’lerin Dünya ekonomileri üzerindeki ağırlılığının artmasının nedenlerinden birisi de budur. Ekonomik dalgalanmalardan daha az etkilenmeleri, teknolojik gelişmelere açık olmaları, istihdam yaratmaları, gelir dağılımlına iyileştirici etki yapmaları KOBİ’lerin yeni ekonomide ağırlılığının artmasını sağlamıştır. Yeni ve parlak fikirler üreten KOBİ’lerin projelerini hayata geçirerek, ticari bir ürün haline getirmeleri özkaynak desteği ile olacaktır.

Teknoloji yoğun ve hizmet üreten küçük şletmelerin dikkatleri üzerlerine çekmeleri, mali kuruluşları da bu şletmelerin ihtiyaçlarına yanıt verecek yeni düzenlemeler yapmaya yöneltmiştir.

Eskiden risk sermayesi konusunda çekimser davranan ve risk sermayesi taleplerini değerlendirecek araçlardan yoksun olan mali kurumlar risk sermayesi bölümleri veya risk sermayesi şirketleri kurarak veya risk sermayedarları ile ortaklıklara girilerek risk sermayesi taleplerini karşılamaya çalışmışlardır.²⁴ Kamu yönetiminin de ilgisini çeken risk sermayesi, kamu bankaları, çeşitli ajans, enstitü ve mali teşvikler yolu ile devlet tarafından desteklenmiştir. Yürürlükteki vergi mevzuatı, halka açık bir şirketin risk sermayesi yatırımı yapmasını vergisel açıdan destekleyerek, bu şirketlerin yüksek verimlilik artışlarından küçük yatırımcıların temettü olarak yararlanmalarını temin etmek istemiş, halkın sermaye piyasası yoluyla bu şirketlerin yüksek rantından yararlanmasını vergisel teşviklerle sağlamaya çalışmıştır.²⁵

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda kot dışı pazar olan ve ulusal endekse dahil olmak için gereken kotasyon kriterlerinin aranmadığı bölgesel ve yeni şirketler pazarları risk sermayesi şirketleri için yatırımlarından çıkışlarında cazip pazarlar olarak görülmektedir.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı Açısından Vergilendirme;

- RSYO'nun portföy işletmeciliği kazançları kurumlar vergisinden istisnadır.
- RSYO'nun portföy işletmeciliği kazançları için stopaj oranı %0'dır.

Yukarıda belirtildiği üzere, Risk sermayesi Yatırım Ortaklıkları kurumlar vergisinden muaf tutulmuş ve stopaj oranı %0 olarak düzenlenmiştir. Bu Türkiye'de Risk sermayesinin dolaylı mali teşviklerle desteklendiğini göstermektedir.

²⁴ Ülkü Dağdelen, Halk Bankası Fon Kredileri Müdürlüğü, Ankara, 1991, s.16.

²⁵ <http://www.spk.gov.tr/bilgi/risksermayesi.htm>

3.3. Avrupa Birliği'nde Risk Sermayesinin Gelişimi (EVCA)

Avrupa Risk Sermayesi Birliği (EVCA), Avrupa'da risk sermayesi kavramının gelişmesine öncülük eden, ülkeler arasında ki bilgi paylaşımı ve sermaye akışını sağlamak amacıyla hizmet veren bir kuruluştur. EVCA, 1985 yılında başlattığı 'Venture Consort' programı ile KOBİ'leri desteklemek amacıyla sendikasyon yatırımlarına AT fonlarından firma özkaynaklarının % 30'unu geçmemek kaydıyla yardım yapmaktadır²⁶.

Finanse edilen proje ve firmaların önemli bir bölümünü 1983 yılından sonra kurulmuş genç girişimci şirketler oluşturmaktadır. Projelerin seçiminde dikkate alınan temel kriterler şunlardır²⁷.

- Avrupa Topluluğu bünyesinde faaliyet gösteriyor olması,
- Projenin gelişme potansiyelinin birden fazla Avrupa Topluluğu ülkesini içermesi,
- Yeni fikir ve teknolojik gelişme içermesi,
- Ülkelerarası risk sermayesi sendikasyonu ile finanse edilmesi.

Girişim sermayesi yoluyla finanse edilerek uluslararası boyutlara gelen Avrupa orjinli bazı şirketler şunlardır. Barco, Zodiac, Parker Pen, Filofax, Salomon, Natuzzi, Gemplus, Business Objects, Virtuality, Uniface, Denby Pottery.²⁸

3.4. Miktar Bazında 5 Yıl Ortalamasına Göre Avrupa'daki Yatırım Çeşitleri

Avrupa genelinde yapılan yatırımların miktar bazında 5 yıl ortalaması aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

²⁶ R. Ali Küçükçolak, *Kobi'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü*, İMKB, İstanbul, 1998, s.156

²⁷ Tülay Zaimoğlu, *Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları*, SPK, Ankara, 1995, s.10.

²⁸ R. Ali. Küçükçolak, a.g.e., s. 157.

Tablo 3.1. Miktar Bazında 5 yıl Ortalamasına Göre Avrupa'daki Yatırım Çeşitleri

Satın Alma	% 39
Başlangıç ve çekirdek sermaye	% 6
Yenileme yatırımları	% 8
Kapasite artışı	% 47

Kaynak: R. Ali Küçükçolak, Kobi'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü, İMKB, İstanbul, 1998, s. 157

3.5. OECD Ülkelerinde Risk Sermayesi'nin Gelişimi ve Devlet Desteği

Risk sermayesinin gelişimi uygulandığı ülkelerde devlet desteği ile olmuştur. Sağlanan destekler doğrudan veya dolaylı olmak üzere o ülkenin ekonomik ve mali yapısına göre farklılık sergilemektedir. Doğrudan destekler; doğrudan sermaye temini, dolaylı destekler ise mali düzenlemeler, vergisel teşvikler, kredi garantisi yoluyla sağlanmıştır.

Risk sermayesi uygulamalarının kısa sürede hayata geçirilebilmesi devletin bu tür şirketlere ortak olması veya kendi kurduğu şirketlerin hisse senetlerinin özel sektöre satışı ile olmaktadır. Bir başka yöntem de devlet bankalarının uzun vadeli düşük faizli kredi imkanı sağlamasıdır.

Vergisel teşviklerde, projenin faaliyete geçmesinden sonra kazancın vergilendirilmesi risk sermayesi şirketleri için cazip olacaktır.

Risk sermayesi şirketlerine sağlanacak bir diğer teşvik de şirket hisselerine devlet güvencesinin sağlanmasıdır.

3.5.1. OECD Ülkelerinde Uygulanan Devlet Desteği Formülleri

Aşağıda OECD ülkelerinde uygulanan devlet desteği formülleri örnekleri yer almaktadır²⁹.

²⁹ <http://www.tubitak.gov.tr/btsp/btpsd/btyk/karalar/karar11.html>.

Belçika; sermayesinin tamamı devlete ait olan Investment Company Flanders 1980’de kurulmuş ve tamamen özel sektör tarafından yönetilmektedir. Bu fondan, Flaman bölgesindeki yüksek teknolojiye dayalı projelerin finansmanı sağlanmaktadır. Kısa sürede büyük gelişme gösteren şirkete özel sektörün ilgisi giderek arttığından, başlangıçta sermayesinin %100’ü devlete ait olduğu halde bugün özel sektör hisse oranı %25’e yükselmiştir.

Hollanda; 1996 yılında yüksek teknolojiye dayalı proje finansmanında kullanılmak üzere üç ayrı fon kurulmuştur. Bu fonların her biri 10 Milyon Gulden olup % 25’i devlete ait ve kredi niteliğindedir. Fonların diğer ortakları bölgesel kalkınma şirketleridir.

Amerika birleşik devletleri; küçük yatırım şirketleri olarak bilinen (SBIC), sermayesi devlete ait, özel sektör tarafından yönetilen risk sermayesi şirketi 1958’de kuruldu. Şirket büyük yatırımcılar ile küçük işletmeler arasında aracılık faaliyeti yapmaktadır. Şirket fonu küçük işletmelere kredi olarak kullandırılmaktadır.

1992’de çıkartılan küçük işletmelerin sermayelerini geliştirme kanunu ile hisse finansmanına öncelik tanınmıştır. Risk sermaye şirketleri karma fon olduğundan hem devletten hem de özel sektörden para alırlar. 15 Milyon Doların üzerinde kullanılan fonun 1/3’ünü devlet karma fondan karşılar. Büyük ölçekli fon kullanımında bu oran ½ olur. ABD’de risk sermayesi şirketine en büyük kaynağı, ortaklık hissesi ile emeklilik fonu sağlamaktadır. Risk sermaye şirketlerinden hisse alan kuruluşlar vergi muafiyetinden yararlanırlar.

Almanya; teknoloji yatırım şirketi (TBG) ortak yatırım şeklinde ve Alman Devlet Bankasına desteklenmektedir. Üç yıllık bir dönem için özel yatırımcıya iki seçenek sunulur. Bu seçenekler şirketin toplam yatırım değerinin %40’ı TBG’ye satılması veya TBG’nin hisselerinin %25 değer artışıyla yatırımcı şirket tarafından satın alınması şeklindedir. Almanya 1995 yılında yüksek teknolojiye dayalı küçük işletmelere risk sermayesi (BTU) adı altında TGB’ye alternatif şirket kurmuştur. Bu şirket yeni ürün ve hizmet projelerinin finansmanını sağlamaktadır.

Fransa; KOBİ'lerin finansman şirketinin (SOFARIS) sermayesinin %42'si devlete aittir. Küçük işletmelerin banka kredilerinin %50'sini garanti ederek, bu işletmeleri doğrudan finanse etmek yerine finansman kolaylığı sağlamaktadır. İşletme başlangıç aşamasında olması halinde bu oran %70 olabilmektedir. İşletme SOFARIS'e %06 kredi garanti masrafı öder.

İsveç; risk sermayesi yatırımlarının finansmanı için mevcut Bölgesel Kalkınma Fonu 1994 yılında yeniden yapılandırılmıştır. Bu fondan yararlanan işletmeler, başlangıç aşamasında finanse edilirler ve 6-12 yıl vadeli iki yıl faizsiz dönem 2-4 yıl geri ödemesiz koşullarda kredi kullanırlar. Ancak kredi tutarı başlangıç sermayesinin %30'unu aşmaz. Buna ilaveten Atle ve Bure olarak bilinen devlet ticari fonu mevcuttur. Bu fonlardan risk sermayesi şirketleri, küçük işletmelere finansman sağlar.

Finlandiya; Fobairt Agency İşletmeler Bakanlığı bünyesinde faaliyet gösterir ve yüksek teknolojiye dayalı küçük işletmelerin gelişmesi ve risk sermayesinin yaygınlaşması için pek çok programlar hazırlar. Küçük işletmelerde kamu hissesi olmaması tercih edilir. Fobairt, özel sektörle ortak yatırımına girdiği gibi, kendi şirketine özel sektörün yatırım yapmasını da sağlar.

Kanada; devlete ait bir risk sermayesi şirketi vardır ve toplam risk sermayelerinin %9'unu oluşturur. Devlet fonlarının çoğu bölgeseldir. Ayrıca Kalkınma Bankasının risk sermayesi bölümü var ve sadece küçük işletmelere finansman sağlamaktadır. Banka, yüksek gelişme gösteren şirketlerde doğrudan hisseli iştirake girer ve bazı risk sermaye şirketlerine yatırım yapar.

Danimarka; 1992 yılında kurulan işletme kalkınma finansmanı fonu, Sanayi ve İşletme Bakanlığı bünyesinde faaliyet gösterir. Temel işlevi küçük işletmeler için araştırma ve geliştirme projelerine finansman sağlamaktır. Danimarka kredilerinin özelliği şirketin zarar etmesi halinde borcun silinmesidir. Ana para ve birikmiş faizlerin geri ödeme planı, projelerin uygulamaya geçip ticarileşmesinden sonra başlar. Projenin başarısız olması halinde, borç durumu yeniden müzakere edilebilmektedir.

İngiltere'de; Venture Capital Trust ve Enterprise Investment olmak üzere iki finansman

kuruluşunun yanısıra, Bussiness Expension Scheme (BES) kurulmuştur. BES'in temel işlevi borsada kayıtlı olmayan küçük işletmelere özel şahısların yatırımını sağlamaktır. 1994 yılında kurulan işletme yatırımları fonu (EIS), özel yatırımcıları teşvik için bazı önlemler getirmiştir. Bunlar 1) EIS hisselerine beş yıldan az olmamak koşuluyla yatırım yapan şahısların yatırımlarının %20'sini(100.000 pound'a kadar) vergi kapsamı dışında tutmuştur. 2) Beş yıl süreli EIS hisselerinden sağlanan sermaye kazancı vergiden muaf sayılmıştır. 3) Sermaye kazancının yeni EIS hisselerine yatırılması halinde vergiden muaf sayılmaktadır. 4) Zararlar, vergiden mahsup edilmektedir.

3.6. Risk Sermayesinin Özellikleri

Risk sermayesi isminin de çağrışım yaptığı üzere riskli bir yatırımı ifade etmektedir. Riskli yatırımlar ise aynı zamanda yüksek kar fırsatlarının yakalanabileceği yatırımlar anlamına gelmektedir. Fakat tüm riskli yatırımların risk sermayesi yatırımı oldukları kanısına kapılmak yanlış olacaktır. Risk sermayesinin özellikleri nelerdir, aşağıda belirtilmiştir³⁰.

- Risk sermayesi yatırımlarını diğer yatırımlardan ayıran temel özellik yeni fikir ve projeleri olan bireysel girişimcilere ya da teknolojik yatırımlarla büyümeyi hedefleyen KOBİ'lere doğrudan veya finansal aracı kuruluşlar vasıtasıyla sermaye aktarılmasıdır.
- Risk sermayesi şirketi yatırım yaptığı şirketlerin hisse senetlerini satın alarak bu işletmelere özkaynak sağlar. Dolayısıyla risk sermayesi yatırımları özkaynak yatırımları olarak nitelendirilirler.
- Yatırım yapılan şirketin büyümesini tamamlayarak piyasa değerinin artması bekleneceği için, risk sermayesi yatırımları uzun vadeli yatırımlardır.
- Risk sermayedarı işletmenin ortağı konumunda olduğu için girişimci açısından bakıldığında yatırım nedeni ile elde edilen finansmanın geri ödeme yükümlülüğü

³⁰ Yrd.Doç.Dr.Nurgül R.CHAMBERS, Risk Sermayesi ve İşleyişi, Mükellefin Dergisi, Nisan 2000, s.132.

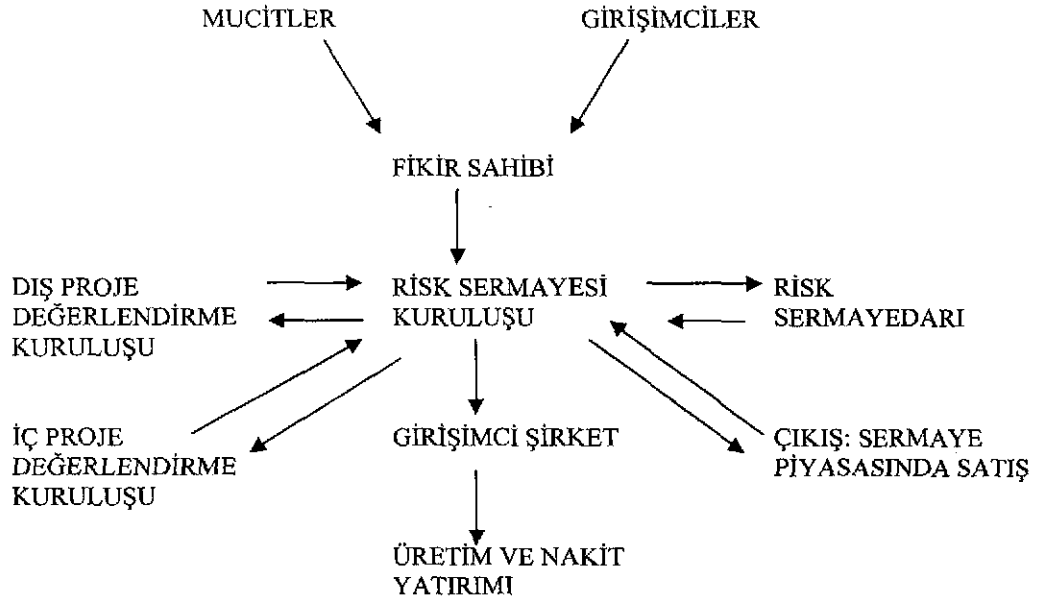
bulunmamaktadır. Bununla beraber ortaklığın doğal sonucu olarak yönetime katılma hakkı doğmaktadır.

Bir yatırımın risk sermayesi yatırımı olarak nitelendirilebilmesi için; yatırımın, teknoloji, ürün, hizmet, pazarlama veya organizasyon konularında yeni bir fikir üreten, fakat bu projeyi ticari bir ürün haline getirebilecek yeterli finansmanı olmayan küçük ve orta boy işletmelere yönelik olması gerekmektedir.

Risk sermayesi yatırımları, uzun vadeli, hisse senedi karşılığı girişimci şirkete ortak olunarak yapılan yatırımlardır. Risk sermayedarı, girişimci şirkete başlangıç aşamasında ya da ürünün pazarlanma aşamasında yatırım yapabilir.

Risk sermayedarı, risk sermayesini sağlayan kişi ve kuruluşları ifade etmektedir.

Girişimci, yeni ürün, hizmet, pazarlama, organizasyon biçimlerini geliştiren, bunları hayata geçirebilecek bilgi, birikim ve cesarete sahip olan kişidir.



Şekil 3.1. Risk Sermayesinde Yeralan Taraflar ve Arasındaki İlişkiler

3.7. Risk Sermayesinin Başarı Kriterleri

Risk sermayesi yatırımlarının başarısında temel kriter, insan-yönetim faktörü olacaktır. Bunun nedeni sermayenin fon ya da ortaklık aracılığı ile temin edilecek olmasının veri kabul edilmesidir. Bu noktadan sonra yatırımın, istenilen ticari performansı sergilemesi, yönetimin başarısına bağlıdır. Dolayısı ile risk sermayedarı, yatırım yaptığı şirketlerin yönetimine katılarak, riskini azaltmak ister.

Konuya bu açıdan bakıldığında, risk sermayesinde en önemli noktaların 'yöneticilik' ve 'girişimcilik' olduğu gözlenmiştir. Bu çerçevede, verimli bir iş ortamının yaratılması bazı altyapı oluşumlarının varlığını ve geliştirilmesini gerekli kılmaktadır. Bu oluşumlar aşağıdaki gibi ifade edilebilir.³¹

- deneyimli ve 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, desteklenmesi,
- yenilikçilerin, buluşlarının ve her türlü fikri hakların korunması ve yasalarla güvence altına alınması, olarak ifade edebiliriz.

Bir diğer önemli kriter de, teknolojik yeniliktir. Amacı yeni fikir ve projelere uzun vadeli sermaye yatırım yapmak olan risk sermayesi, ancak yeni bir fikri, projeyi, gerçekleştirmenin sağlamış olduğu avantajlar ile hedeflediği kazançlara ulaşabilecektir. Teknolojik yenilikten kasıt sadece yeni bir makina ya da ürün değil, yeni bir pazarlama, organizasyon modeli de olabilir.

Risk sermayesi yatırımı, bir özsermaye yatırımı olup, küçük ve orta ölçekli işletmelerin

³¹ Tülay Zaimoğlu, a.g.e, s.33.

hisse senetlerinin, uzun vadeli, yatırım amacı ile satın alınmasıdır. Buradan da anlaşılacağı gibi hisse senetlerine yatırım yapılan şirketlerin ellerinde orjinal bir fikirden başka birşey yoktur. ABD tecrübeleri, bir risk sermayesi şirketinin toplam portföyünün üçte birini başarısız şirketler oluşturduğunu göstermiştir. Kalan % 50-60'lık kısım ise ne kâr ne zarar etmektedir. %10-20'lik küçük bir kısım da değer olarak çok büyük bir artış göstermekte bütün mali performansı belirlemektedir³²

Risk sermayesi şirketlerinin başarıya ulaşabilmesi için aşağıdaki koşulların yerine getirilmesi gerekir³³.

- Bir kenara önemli miktarda para ayırıp yıllarca arkasını aramayacak yatırımcıları kapsamalı,
- Yatırımcılardan toplanan paralar teknolojik olarak yenilik getiren genç ve riskli yatırımlara yatırılmalı,
- Yatırım yapılan şirketlere her anlamda teknik, mali, hukuki destek sağlayabilecek bir kadro yapısına sahip olmalı,
- Yaptığı yatırımları süresiz olarak değil, belli bir aşamadan sonra elinden çıkaracak dolayısıyla holdingleşmesine imkan vermeyecek bir yapıda olmasına imkan tanımalı,
- Sermaye sisteminin gerektiği zaman kolayca artırılabilmesine olanak vermeli,
- Ortaklarıyla arasında çıkar çatışmasına yol açmayacak şekilde faaliyet göstermeli ve bilgi akımını sağlıklı ve zamanında yerine getirebilmeli,
- Esas olarak hisse senetlerine ve/veya hisse senedi benzerlerine yatırım yapabilmeli,
- Teknik olarak yetersiz kaldığı konularda dışarıdan hizmet alabilmeli,
- Yatırımcıların son derece riskli olması nedeniyle, ortaklarının üstlendikleri riskle,

³² Ülkü Dağdelen, a.g.e., s.19

³³ Tülay Zaimoğlu a.g.e., s.33-34

elde edecekleri getirileri uyumlu hale getirebilecek vergi kolaylıklarına sahip bir yapıda kurulmalı.

Risk sermayedarı, yapmış olduğu yatırıma ait, portföyünde bulunan hisse senetlerinin değerinin oluşacağı birincil ve ikincil piyasaların varlığı koşulunu aramaktadır. Özellikle Türkiye gibi politik ve makro ekonomik nedenlerden ötürü uzun vadeli planların yapılamadığı ülkelerde risk sermayesinin başarısı zorlaşmaktadır. Bunun nedeni uzun vadeli yatırım olan risk sermayesinin, ekonomik ve politik alanda da uzun vadeli istikrara gereksinim duymasıdır.

Yatırımın başarısında rol oynayan en önemli yaklaşımlardan biri Hands-on; yani aktif olarak yönetime katılmaktır. Hands-on modelini, risk sermayedarını temsilen bir direktörün, pazarlama, dağıtım, finans vb. konularda tavsiyelerde bulunması olarak ifade edebiliriz. Hands on, risk sermayedarının riski azaltmak ve kazançlarını artırmak için geliştirdiği araçlardan biridir. Risk sermayedarı, bu uygulama ile yatırımın finansmanı için koyduğu sermayenin riskini kontrol altına almaktadır. Bu uygulama riskin kontrol altına alınmasının yanı sıra işletmeye profesyonel yönetim anlayışı kazandıracaktır.

Risk sermayesi yatırımlarını diğer finansman yöntemlerinden ayıran en önemli özelliklerden biri sadece sermayeye değil aynı zamanda yönetime de aktif katılarak işletmeci gibi plan, program, organizasyon yapmasıdır.

4. RİSK SERMAYESİNİN FİNANSAL PROFİLİ

4.1. Risk Sermayesi Şirketlerinin Yatırım Aşamaları

Gelişen teknoloji, ekonomik dengeleri değiştirmiş, sermaye olmadan iş kurmanın düşünülemediği dönemler geride kalmıştır. Artık 'fikir parayı bulur' dönemine gelinmiştir. Risk sermayesi şirketleri, geliştirilen projeler için kaynak sağlamanın en kolay yolu haline gelmiş, yeni kurulmakta olan şirketlere, hisse alımı ile finansman olanakları sağlamışlardır³⁴.

4.1.1. Çekirdek Finansmanı (seed capital)

Henüz hiçbir somut adım atılmamış yalnızca proje aşamasında iken risk sermayedarının projeyi finanse etmesi çekirdek finansman olarak adlandırılır. Risk sermayedarı için en riskli aşama bu aşamadır. Bunun nedeni elde mevcut fikirden başka birşey olmamasıdır. Bu aşamada risk sermayedarının rolü, yeni ürünün, hizmetin ya da işletme planının özelliklerini geliştirirken müteşebbisi finanse etmektir. Risk sermayedarlarının bu aşamayı tercih etmemelerinin (%90) nedeni yatırımdan çıkış süresinin 8-12 yıl gibi uzun bir dönemi içermesidir. Projenin ticari bir değer halini alıp almayacağı, uygulanabilirliği, 1 yıl gibi bir zaman almakta ve ortalama 300.000 \$'a malolmakla birlikte %70'i uygulanamaz bulunmaktadır. Bu aşamada risk sermayedarının tercihinde projenin fizibil olması kadar girişimcinin geçmiş çalışmalarındaki performansı da rol oynamaktadır³⁵.

Proje aşamasında finanslama en spekülatif devre olup, aynı süre içinde menkul kıymet alım satımından en az %500 daha iyi bir gelir garanti edilir, diğer bir ifadeyle eğer bir yatırımcı, portföyündeki menkul kıymetlerin değerini 5 yıl içinde 2 katına çıkarmayı

³⁴ _____, Projeniz Olsun Yeter, Yeni Binyıl, 3.3.2000, s.4.

³⁵ Joseph W. Barlett, Fundamentals of Venture Capital, Madison Books, Maryland 1999, s. 12.

bekliyorsa, projenin finansmanı aynı süre içinde 10 kat geliri sağlama potansiyelindedir. Risk sermayesi yatırımlarının en sabır isteyenini olan tasarım devresi yatırımları genellikle başlangıç devresi finansmanından 2-3 yıl önce yapılmakta ve likide edilmesi için 8, 10 veya 12 yıl bekleme olasılığı baştan kabul edilmektedir. Ancak çoğu risk sermayedarı yatırımın 5-7 yıl içinde likide edileceği amacıyla çalışmaktadır. Dolayısıyla profesyonel risk sermayedarlarının %90' ı nadiren bu devredeki yatırımları tercih etmektedir³⁶.

Çekirdek sermayesinde iki çeşit opsiyon bulunmaktadır. Bunlardan birincisi, girişimcinin payını bozmadan büyük bir çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketi kullanmak, ikincisi ise, başlangıçtaki borçlanma oranını minimumda tutup dışarıdan ortak kabul etmektir. Her iki opsiyon için aşağıdaki örnek verilebilir³⁷.

Tablo 4.1. Çekirdek Finansmanı Opsiyonları Örneği

Sermaye Gereksinimi	(x 1.000 Sterlin)	
Hazırlık Masrafları		30
Lisans ve Patent Giderleri		15
Makina ve Ekipman		30
İşletme Sermayesi		70
(Maaşlar ve diğer genel giderler dahil)		
Yapı Giderleri		15
Karşılıklar		25
Danışmanlık Giderleri		25
TOPLAM		210
	Borç Ağırlıklı	Özkaynak Ağırlıklı
	Finansal Yapı	Finansal Yapı
	(x 1.000 Sterlin)	(x 1.000 Sterlin)
Kurucu Payı	50	50
Yeni Ortak Payı	-	-
Toplam Özkaynaklar	50	50
Orta Vadeli Borç	60	60
(% 80 Hükümet Garantili)		
Banka Borcu	100	50
Toplam Borçlar	160	110
Borçlar / Özkaynaklar (%)	320	110

³⁶ F. Esra İşeri, "Risk Sermayesi Ne Zaman Kullanılır?", Dünya Gazetesi, 31.12.1992, s.2.

³⁷ Tony Lorenz, Venture Capital Today, Woodhead-Faulkner, 2nd ed., London, 1989, s. 190-191.

4.1.2. Başlangıç Finansmanı

Bu model ürün geliştirme ve pazara sunma aşamasında finansmanı kapsamaması nedeni ile çekirdek finansmanından daha az risk taşımaktadır³⁸. Yalnız bu dönemin riski yapılan yatırımın büyüklüğü nedeni ile proje başarısız sonuçlanırsa oluşacak zarar çekirdek finansmanına göre çok daha yüksek olacaktır. Bu aşamada projenin ticari bir değer alması, ürünün pazara sunumu veya tam kapasiteye ulaşılması için ihtiyaç duyulan finansman gereksiniminin sağlanması söz konusudur³⁹. Bu dönemde firma kurulmuş, ürünün deneme üretimi gerçekleştirilmiştir. Risk sermayedarının bu dönemde en çok dikkat edeceği nokta özenle hazırlanmış iş planı, pazar araştırması, ürünün pazardan alacağı pay, pazarın büyüklüğü gibi konular olacaktır. Bir diğer husus da girişimci ve kadrosunun projeyi gerçekleştirebilecek bilgi, birikim, çaba ve yönetim yeteneğine sahip olmasıdır.

Başlangıç dönemi yüksek risk taşımakla birlikte proje başarılı olduğu takdirde yüksek getiri sağlaması nedeni ile cazip görünmektedir. Bu nedenle 'start-up' risk sermayedarlarının en çok rağbet ettikleri ve yatırım yaptıkları aşamadır.

Tam kapasite ile çalışmak isteyen bir firmanın gereksinim duyduğu 450.000 Sterlin tutarındaki fon kaynağını temin için sunulan iki çeşit finansman teklifi aşağıdaki örnekte verilmiştir⁴⁰.

Teklif 1: Yapılan finansman teklifinde kurucu payı korunmaya çalışılmış ve yüksek bir özkaynak riski taşıyan (350.000 Sterlin) yeni ortak alınmıştır. Alınan yeni ortağın sermaye payı %40 olarak gerçekleşmiştir. Ortağın kendine sakladığı hak ise, diğer kar paylarından önce sabit bir kar ödemesinin yapılmasıdır. Bu teklifte borçlanma düzeyi yüksek tutulmuştur. Çünkü yeni ortak aynı zamanda teminatsız ve ikinci derecede borçlanmayı da sağlayacaktır.

Teklif 2: Bu teklifte yeni ortak daha dikkatli davranmakta ve yüklendiği risk

³⁸ _____, Risk Sermayesi, Nokta, 2-8 Temmuz 2000, s. 52.

³⁹ www.spk.gov.tr/bilgi/risksermayesi.html

⁴⁰ Tony Lorenz, a.g.e. s. 192-193.

karşılığında daha fazla ortaklık payı teklif etmektedir. Yatırımın yarısını özkaynak olarak yapmakta ayrıca 100.000 Sterlin tutarında borçlanmayı sağlamaktadır.

Tablo 4.2. Başlangıç Finansmanına Bir Örnek

	(x 1.000 Sterlin)		
	Önceki Durum	Teklif 1	Teklif 2
Kurucu Payı	75 (%100)	75 (%60)	75 (%30)
Finansman Gereksinimi	(325)	(325)	(325)
Yeni Ortak Payı	(-)	50 (%40)	175 (%67)
Yeni Ortak Payı (Kara Katılım Hakkı Veren Paylar)	(-)	300	175
Toplam Özkaynaklar	250	100	100
Banka Borcu (Kurucu Garantisi Taşıyan)	250	150	150
Yeni Ortağın Sağladığı Borç*	(-)	100	100
Borç Toplamı	250	250	250
Borç: Özkaynaklar-Brüt (Negatif Borç Tabanı)	(Negatif Borç Tabanı)	% 250	% 250
Yeni Ortağın Sağladığı Borç Netleştirilerek		% 150	% 150

* Tasfiye halinde tüm alıcılardan sonra ödenecek bir borçlanmadır. Sadece özkaynakları temsil eden payların önüne geçebilir.

4.1.3. Geçit Finansmanı

Geçit finansmanı, ileri aşama finansman teknikleri içinde yer alıp halihazırda faaliyet gösteren firmaların büyümelerine yönelik bir finansman modelidir⁴¹. Bu dönemde firmanın pazara sunduğu mal veya hizmet pazar içinde istenilen payı alamamış, ürünün imajı ve satışları yetersiz kalmıştır. Firma ürünü pazarın isteği doğrultusunda geliştirmek ve rekabet gücünü arttırmak zorundadır. Fakat mevcut sermayenin tkutilmesi ve yetersiz satışlar nedeni ile firma finansman sorunu yaşamaktadır. Bu durumdaki bir firma için risk sermayesi başvurulabilecek bir finansman modeli olacaktır. Geçit finansmanına aynı zamanda ikinci aşama finansmanı da denir⁴². Bu aşamada, daha önce alınmış bulunan sermaye tkutilmiş durumdadır ancak üretim veya hizmetin devamı için ek sermayeye gereksinim duyulmaktadır.

4.1.4. Büyüme Finansmanı

Halihazırda faaliyet gösteren bir firmanın büyümesi iki Şekilde olabilmektedir. Bunlar, organik ve ele geçirme yolu ile büyümedir. Risk sermayesi yatırımlarında, her iki büyüme Şekli de farklılıklar göstermektedir. Organik büyüme; yeni pazar, ürün, bina, ekipman v.s. yatırımları ile büyümedir. Ele geçirme yolu ile büyüme ise, aynı amacın firmanın satın alınması yolu ile gerekleřtirilmesidir⁴³.

Firmanın pazar içindeki payını artırması, pazara sürdüğü ürünün üretim lğinin arttırması için yeni finansman ihtiyacı risk sermayedarı tarafından karşılanacaktır. Bu aşamadaki firmanın hisse senetleri belli bir değere ulaştığı için sermayedar, yeni fonların firmaya yatırım yapmasına sıcak bakmamaktadır. Büyüme finansmanını sağlamak için yapılan yatırımlarda sunulan teklifler sonsuz değişkenlik göstermektedir. Aşağıda büyüme finansmanı ile ilgili olarak iki ayrı örnek verilmiştir.

⁴¹ www.spk.gov.tr/bilgi/risksermayesi.htm.

⁴² Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s.73.

⁴³ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s. 75.

4.1.4.1. Organik Büyüme

Aşağıda örnek gösterilen firma borçlanma yolu ile faaliyetlerini sürdürmüş ve dağıtmadığı karlarını firma bünyesinde toplamıştır. Birlikte çalıştığı banka ise gelecekteki fon taleplerini karşılamak istememektedir. 1.000.000 Sterlin tutarındaki modern depo inşaatı yatırımının gerçekleşmesi ile birlikte firmanın yeni pazarlara girmesi sağlanacaktır⁴⁴.

Tablo 4.4. Organik Büyüme Finansmanına Bir Örnek

	(x 1.000 Sterlin)	
	ÖNCE	SONRA
Kurucunun Mevcut Payı	1.000 (%100)	1.000 (%75)
Dağıtılmayan Karlar	1.000	1.000
Yeni Ortak Payı (Ordinary)	(-)	50 (%25)
Yeni Ortak Payı (Preference)	(-)	500
Toplam Özkaynaklar	2.000	3.000
Borçlar	3.000	3.000
Borç: Özkaynaklar	% 150	% 100

Girişimcinin sermaye payı % 75'e düşmekte, yeni ortak ise %25'lik sermaye payı sağlamakta ve satın aldığı imtiyazlı paylar ile (preference shares) kâr payına katılım ve adi paylara dönüştürme hakkına sahip olmaktadır.

4.1.4.2. Ele Geçirme

Risk sermayedarının daha önce yatırım yaptığı bir firma daha sonra yeni yatırımcılar tarafından finanse edilebilmektedir. Burada not edilmesi gereken husus, ele geçirilen firmanın özkaynak tutarının, satış fiyatının ve yatırımcının firmayı ele geçirmesi ile sağlayacağı tutarın farklı miktarlarda olmasıdır.

4.1.5. Yatırımdan Çıkış (Realization)

Yatırım yapılan firmanın hisse senetleri Risk Sermayedarının beklediği değere ulaştığı

⁴⁴ Tony Lorenz, a.g.e. s. 196-197.

noktada sermayedar mevcut payını satarak karını realize eder. Yatırımdan çıkış için altı farklı metod uygulanabilir⁴⁵. Bunlar,

- Risk sermayedarının payının şirketin kendisi tarafından satın alınması,
- Şirketi halka açarak payların halka arz yöntemiyle satılması,
- Başka bir yatırımcıya satılması,
- Şirketin başka bir şirkete satılması,
- Şirketin reorganize edilmesi,
- Tasfiye,

A.B.D'deki uygulamada risk sermayedarının realizasyonu yatırım yaptığı firmayı Over-the-Counter piyasasına kote ederek gerçekleştirdiği görülmektedir⁴⁶. Yapılan araştıma sonuçlarına göre 1970 ve 1982 yılları arasında gerçekleştirilen 544 risk sermayesi yatırımının %35'i halka açılmayı tercih etmiş, %22'si ise diğer bir şirket tarafından ele geçirilmiştir⁴⁷. Halka açılmanın hemen hemen tümünde (%96) ve ele geçirilen şirketlerin %59'unda risk sermayedarları pozitif getiri sağlamışlardır.

4.2. Risk Sermayesi Şirketlerinin Faaliyet Yöntemleri

Risk sermayesi şirketleri kendilerine yapılan yüzlerce başvuru içinde belli kriterler çerçevesinde uygun gördükleri projelere yatırım yaparlar. Burada önemli olan risk sermayedarının hangi sektörlerde yatırım yapmayı planladığı, yatırım yapılacak tutarın alt ve üst limitleri, alınacak yatırım riski gibi yatırım stratejilerini ve faaliyet alanını

⁴⁵ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s.83.

⁴⁶ Ülkü Dağdelen, a.g.e., s. 29.

⁴⁷ Christopher B. Barry J. Muscarella, John W. Peavy and Michael R. Vetsuypens, a.g.m., (New Patterns in the 1980's, Venture Capital Journal, August 1988, s.12-16.

seçmesidir. Her fonun farklı beklentileri, sektör ve aşama tercihleri olmaktadır. Bazı fonlar sadece bilişim teknolojisi, telekom gibi teknoloji şirketleri ile ilgilenirken bazıları da perakende, medya, hizmet gibi sektörleri tercih etmektedir.

Risk sermayesi şirketlerinin öncelikle yatırım stratejilerini belirlemeleri ve faaliyet alanlarını seçmeleri gerekmektedir. Bütün başarılı yatırımcılarda olduğu gibi, risk sermayedarı için de, yatırım sürecinin başlangıç noktası, bir faaliyet alanı ve yatırım stratejisi belirlemektir. Piyasanın önemsenmesi ve yatırım kriterlerinin tesbiti, risk sermayedarının çalışmalarında, şu açılardan önem taşımaktadır:

- Bu çabalar, risk sermayedarına yönetim ve disiplin duygusu kazandırır ve ona, etkin, akıllıca faaliyet göstermesi ve yatırım yapması hususlarında yardımcı olur.
- Risk sermayedarı, başka yatırımcıların yatırımlarını yöneten biriye, bu yatırımcılar onun, yatırım fırsatlarını nasıl ve neye dayanarak seçtiğini, riske maruz kalmadan, istenen kazancı sağlamada hangi kriterleri kullanacağını bilmek isteyeceklerdir.
- ABD’de veya İngiltere’de, aktif bir sermaye organizasyonu, her yıl yüzlerce yatırım teklifini gözden geçirmek durumundadır. Birçok alternatif arasında uygun yatırımları akıllıca ve başarıyla seçmek için, risk sermayedarı, belirli bir faaliyet alanında yoğunlaşmalı ve yatırım stratejisine sahip bulunmalıdır⁴⁸.

Risk sermayesi organizasyonları; faaliyet ve piyasalarını aşağıdaki hususları dikkate alarak belirlerler⁴⁹:

- i. **İş Kolu Seçimi:** Risk sermayedarı önce, yatırım fırsatları yaratmak için hangi sektörlere ağırlık vereceğini kararlaştırmalıdır. Risk sermayesi organizasyonlarından bazıları, bütün sektörlerde faaliyet gösterirler; bazıları ise bölgesel faaliyet gösterirler. Teorik olarak, risk sermayesi örgütleri geniş bir alanda faaliyet gösterirler.

⁴⁸ _____, Corporate Finance Series, Final Workbook, s.6-7.

⁴⁹ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s. 86-88.

- ii. **Yatırım Hacmi:** Risk sermayedarı, yapacağı ortalama yatırım için asgari ve azami tutarlar belirlemelidir. Her yatırımın büyüklüğü, yatırımcıların kaynaklarına ve tercihlerine bağlıdır.
- iii. **Yatırım Stratejisi:** Risk sermayedarı, yatırım alanını seçtikten sonra bir yatırım stratejisi belirleyecektir, yani yatırım imkanlarını seçip yararlanmak için bir dizi prensip ve kriterler geliştirmelidir; göze alınamayacak yatırım riskleri, yatırım risklerini dengeleyip yok edecek yatırım kazançları, risk sermayedarına cazip gelecek yatırım tekliflerinin özellikleri gibi..
- iv. **Faaliyet Alanının Yaratılması:** Yatırım imkanları, çeşitli kaynaklara dayanılarak gerçekleştirilebilir. Risk sermayedarlarının pazarlama strateji ve teknikleri, yatırım ve ticari bankalarınkine çok benzemektedir. Yatırım fırsatları yaratmanın başlıca yolları şunlardır:
- ◆ **Direkt Pazarlama:** Risk sermayedarlarının ilişki kuracağı ve başvuracağı kişiler, yeni teşebbüsler kurma konusunda fikirleri olan ya da böyle fikirleri olanları risk sermayedarına gönderebilecek girişimciler veya sektör yöneticileri olabilir. Ayrıca, bu kişiler gelişme sermayesine ihtiyaç duyan yeni şirketleri destekleyebilirler.
 - ◆ **Endirekt Pazarlama:** Risk sermayedarları, finansman ve ticaret gazetelerine v.b. ilan verirler. Ayrıca risk sermayesi ve endüstri konularındaki konferans ve seminerlere katılarak veya bunları organize ederek; yatırımcı olabilecek kişilerle ve gelişme sermayesine ihtiyaç duyan şirketlerle ilişki kurmaya çalışırlar.
 - ◆ **Haber Kaynakları:** Girişimcilerden, hukukçulardan, muhasebecilerden, endüstri kaynaklarından, diğer risk sermayedarlarından ve bankalardan alınan bilgiler (haberler, tavsiyeler), yatırım fırsatları yaratan önemli kaynaklardır. Cazip yatırım fırsatları yaratma alanında başarıyla rekabet etmek isteyen risk sermayedarları, geniş ve etkin bir ilişki ağı kurmalıdırlar. Hem girişimcilerden, hem de onların aracıları ve danışmanlarından, risk sermayesi şirketlerine hiç beklemedikleri yatırım teklifleri gelecektir.

4.2.1. İş Planının Hazırlanması

Risk sermayedarları her ne kadar risk sermayesi diye tanımlansa da risk almayı makul ölçüler içinde düşünmektedirler. Dolayısı ile bir risk sermayedarı kendisine önerilen fikir ya da projeden çok iş planı ile ilgilenir. Amaç belli bir vadede kar elde etmek ise bu ancak iyi bir iş planı üzerine oturtulmuş fikir ile gerçekleşebilir. Yatırım yapılacak olan firmanın ne yapmayı, nasıl yapmayı, kar hedefleri ve yatırım tutarı, neden tercih edilmeleri gerektiği gibi konular iş planı içinde yer almalıdır.

Risk sermayedarının bir iş planı içinde cevap beklediği sorular, şunlardır⁵⁰.

- Yapılacak olan işin tanımı,
- Proje nasıl bir organizasyon yapısı gerektiriyor, yönetim kadrosu?
- Hangi ürün ya da hizmet pazara sunulacak?
- ürün nasıl bir artı değer sunacak?
- ürün ya da hizmet rakiplere göre nasıl farklılaştırılacak?
- Hedeflenen pazar ve pazarın büyüklüğü nedir?
- Hedeflenen pazardaki pay ve büyüme hızı ne olacak?
- Pazarlama stratejisi,
- Satış ve dağıtım kanalları,
- Rekabet avantajları ve bunu uzun vadede koruma maliyeti,
- Projenin ihtiyaç duyduğu yatırım tutarı
- Yatırımın geri dönüşü,
- Kara geçilmesi için öngörülen vade,

Genellikle risk sermayesi projelerinin % 95'i iş planının değerlendirilmesinden sonra red edilmektedirler. Dolayısıyla iyi hazırlanmış bir iş planı projenin sermayedar nezdinde olumlu değerlendirilmesi için en temel kriterlerden biridir.

⁵⁰ _____, Risk Sermayesi Nasıl İkna Edilir, Power, 8.2000, s.47.

4.2.1.1. Yönetim

Risk sermayedarı firmanın günlük kararları ile uğraşmamakla birlikte yönetimde temsil yetkisi ister. Bir projede iyi bir fikir ve iş planı kadar yönetim kadrosu da çok önemlidir. Yönetim kadrosunun bilgi, birikim ve deneyimleri, yönetim ekibinin alacağı ücret gibi hususlar risk sermayedarının değerlemesinde ele alacağı kriterler içinde yer almaktadır.

4.2.1.2. Pazar

Girilmesi planlanan pazarın büyüklüğü, büyüme potansiyeli, rekabet koşulları gibi faktörler risk sermayedarının projeye olan ilgisinde etkili olacaktır.

4.2.1.3. Fiyatlandırma

Ön aşamalar tamamlandıktan sonra, risk sermayedarı yatırım yapacağı proje için fiyatlandırma çalışması yapar. Bu devrede muhasebe uzmanları, endüstriyel uzmanlar ve çevre danışmanları gibi farklı konuların uzmanları projenin niteliğine göre görev alırlar. Değerleme işlemi, kazanılan iç verim oranına göre yeni baştan saptanan hisse oranları yoluyla gerçekleştirilir.

4.2.2. Yatırımın Kontrol ve Takip Edilmesi

Yatırımların izlenmesi yönetime doğrudan müdahale yoluyla yapılmaz. Burada risk sermayedarının rolü yönetime kararlarında danışmanlık desteği vermektir. Geçmiş dönemdeki yatırımları nedeni ile tecrübe edinen risk sermayedarı bu tecrübelerini firma ile paylaşarak doğru kararlar alınması çabasıdadır. Bu, şirketin finansman, pazarlama, operasyon gibi konularından birinde ya da tamamında olabilir.

Risk sermayedarı yapılan yatırımı şirketin yönetim kurulunda görevlendirdiği yetkilisi vasıtasıyla izler. Yönetime gerek gördüğü konularda değişikliklerin yapılması talebinde bulunabilir.

Risk sermayedarı koyduğu sermaye nedeni ile hisse dağılımında yüksek payı almaktadır. Yönetim ise kontrol hakkının saklı kalmasını istemektedir. Bu durumda sorunun çözümü iki ayrı tertip hisse ihracıyla gerçekleştirilmektedir. Düşük kar payı veren fakat

yönetimde oy ve kontrol olanağı sağlayan A tertip hisse (yöneticiler için) ile düşük oy hakkı fakat yüksek kar payı veren B tertip hisse (risk sermayedarı) çıkarılması gibi.

Risk sermayedarı ile yönetim kadrosu arasında, teşvik planlarının (earn-out, ratchet gibi) uygulanması hususunda anlaşmaya varılınca, şirketin sermaye yapısı da bu anlaşmaya göre oluşturulmalıdır. Mevzuata uygun olan sermaye piyasası araçları yaratılmalı ve bunlar yöneticiler için vergi açısından cazip olmalıdır. Faaliyete yeni geçen şirketlerin sermaye yapısı genelde basittir. Şirket büyüdükçe ve finansman gereksinimleri arttıkça, sermaye yapısı da karmaşık hale gelir. Örneğin, risk sermayedarı, geç aşama yatırımlarında, aşağıda belirtilen şartları taşıyan hisse senedine dönüştürülebilir borçlanmayı (convertible debt) tercih edebilir⁵¹.

- Şirketin satılması veya Borsaya kote olması halinde borcun belirli bir kısmı, hisse senedine dönüştürülecektir,
- Şirket satılmamışsa ve daha önce belirlenmiş olan tarihe kadar kote edilmemiş ise, borcun belirli bir bölümü hisse senedine dönüştürülür ve yatırımcıya şirketin kontrolünde yetki sağlanır,
- Bazı hallerde veya tarihlerde, borç, nominal değerinin üzerindeki bir fiyatla şirkete geri satılabilir (put back – sold back),
- Bazı şartlarda, genellikle şirket verimli çalışıyorsa veya belli tarihlerde, şirket borcu nominal değerinin üzerindeki bir fiyatla geri alma hakkına sahiptir, böylece borcun hisse senedine dönüşmesine mani olunur (call, buy back).

4.2.3. Kontratın Niteliği

Risk sermayedarı ile girişimcinin yapacakları kontratın içeriğinde; kurulan şirketin faaliyet konusu, amacı, finansman ihtiyacı ve kullanılacak araçlar, yatırımın ve organizasyon yapısının planlanması, diğer firmalarla kurulacak ilişkiler, kontrol ve gerçekleştirilecek hedeflerin değerlendirme kriterleri gibi temel konular yer almaktadır⁵².

⁵¹ _____, Corporate Finance Series, a.g.e., s. 24-25.

⁵² Güneş Aysun, Risk Sermayesi, Seminer Çalışması, İstanbul Teknik Üniversitesi, Ocak 1993, s. 13-14.

Direktör olarak risk sermayedarının rolü, şu hususlarla ilgilidir⁵³:

- Stratejik fırsatları yakalamak ve büyümenin hızlanmasına katkıda bulunmak,
- Sürekli verimlilik analizleri yapmak ve mali raporları değerlendirmek (haftalık veya aylık olarak),
- Danışman olarak, problemlerin çözümünde önemli bir rol oynamak, uzun dönemli planlamalara katkıda bulunmak, yönetim kadrosuna yeni elemanlar eklenmesine yardımcı olmak, tali finansmanlara kaynak bulunmasına yardım etmek,
- Yönetim kurulunda yer almayan ortak yatırımcıların menfaatlerini temsil etmek,
- İş akımını hızlandırmak ve çeşitlendirmek,
- Riski dağıtmayı başarmak,
- Farklı endüstri dalları ve farklı teknoloji hakkında bilgi sahibi olmak ve uzmanlaşmak,

4.2.4. Risk Değerlendirilmesi

Kesin tanımıyla risk, beklenen bir sonucun ortaya çıkmama ihtimalidir. Riskin yüksek olması demek, beklenen sonucun meydana gelmemesi ihtimalinin kuvvetli olması demektir; riskin düşük olması ise, beklenen sonucun belirme olasılığının daha kuvvetli olması demektir. Risk terimi genellikle olumsuzluk olasılığıdır. Risk sermayesi açısından risk belirsizlik demektir. Risk sermayedarı, devlet tahvili gibi alanlara yatırım yapan muhafazakar yatırımcıdan daha fazla, yüksek riskli yatırımlar yapmayı göze alır. Risk sermayedarı, riskten kaçınmaz daha ziyade riske girer ve elinden geldiği kadar onu altetmeye çalışır. Risk yatırımları, farklı seviyede iki riski göze almayı gerektirir. Birincisi, genel risktir ki bu, bütün yatırımlar için geçerli olan belirsizlik seviyesidir. Daha alt seviyedeki ikinci risk ise, şirketin çalışma tarzına bağlı olarak spesifik yatırım tekliflerinin getirdiği özel risktir⁵⁴.

⁵³ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s.100.

⁵⁴ _____, Corporate Finance Series, a.g.e., s. 7.

Riskin değerlendirilmesi üç şekilde yapılmaktadır ⁵⁵:

- 1) Ürün Riski,
- 2) Pazar Riski,
- 3) Yönetim Riski.

Risk sermayedarı riskin değerlendirilmesinde analitik araçları kullanır ancak bilinmeyen konularda yapılacak olan değerlendirme; bilgi, tecrübe ve sezgiye dayanmaktadır. Öncelikle dikkate alınması gereken noktalar şunlardır:

- Firmanın potansiyeli (Firmanın en iyi ve en kötü durumu ne olabilir?),
- Yapılan finansal tahminlerin doğruluk ve geçerlilik oranı,
- Ne kadar süre içerisinde kara geçilebilecektir,
- Gelecekte yapılacak olan finansal yatırımlar sonucunda mevcut hisselerdeki sulanma derecesi ne olacaktır,
- Yatırımdan çıkış tahmini olarak nasıl olacaktır; halka satış, bir başka şirketle birleşme veya el değiştirme.

Yönetimin değerlendirilmesi, yatırımın kararının verilmesinde ve fiyatın tespitinde önemli bir unsurdur. Çünkü, firmanın başarısı büyük bir ölçüde yönetim gücüne bağlıdır. Risk sermayedarı, kabul edilebilir riskleri belirlerken bir “risk gelişim” doğrusu çizebilir. Çizginin bir ucunda, en riskli saydığı yatırım tipleri, öbür ucuna ise en az riskle yapabileceği yatırım tipi yer alır. Aşağıdaki diyagramlar bu konuya örnek teşkil etmektedir ⁵⁶.

<u>Yüksek Risk</u>	<u>Orta Seviyeli Risk</u>	<u>Düşük Risk</u>
Başlangıç aşamasındaki yatırımlar (Start-ups)		Gelişme Sermayesi

Risk sermayedarı, bütün başlangıç aşamasındaki yatırımları en yüksek riske sahip sayar.

⁵⁵ Robert Lawrence Kuhn, Capital Rising and Financial Structure, Volume II of Investment Banking, Richard D. Irwing Inc. Illinois, 1990, s. 372.

⁵⁶ _____, Corporate Finance Series, Final Workbook, s.7-9.

Bu mantığa uygundur, çünkü tabiatları icabı, bütün başlangıçlar belirsizlik açısından en yüksek düzeydedirler. Gelişme sermayesinin sağladığı fırsatlar ve kurulmuş ama gelişmemiş şirketlere yatırılan paralar daha az risklidir. Başlıca risk parametrelerini belirledikten sonra, risk sermayedarı artık göze alabileceği bütün riskleri kararlaştırabilir.

Yüksek Risk		Orta Risk		Düşük Risk	
Başlangıçlar		Gelişme Sermayesi			
Yüksek Teknoloji	Temel Endüstriler	Tüketim Malları	İlk Dönem	İkinci Dönem	Üçüncü Dönem
Finansmanları					

Yukarıdaki diyagramda, risk sermayedarı, risk kriterini ayrıntılarıyla göstererek alt gruplara ayırmıştır. Örneğin, yüksek teknoloji gerektiren sektörde iş kurmanın riskini, göze alabileceği risklerin en yükseği olarak kabul etmiştir. Gelişme sermayesi, üç finans aşamasına ayrılmıştır; ilk dönem finansmanı, firmanın işe başlama finansmanından sonra gelir.

Risk sermayedarı, yüksek risk/yüksek kazanç yatırımcısıdır. Göze alacağı riskin üst ve alt sınırları, elde edeceği kazanç yatırımın getirisine (ROI) (Return on Investment) bağlıdır. Risk sermayedarı, diğer yatırımcılar gibi az riske girip yüksek gelir sağlamak ister, fakat, oldukça etkin olan finans piyasaları, buna imkn vermez. Risk sermayedarının sağlayacağı yatırımın getirisi (ROI), diğer türden yatırımcıların ve menkul değer sahiplerinin kazanç seviyelerini belirleyen şu piyasa güçlerine bağlıdır.

- Risk sermayedarları arasındaki rekabet,
- Genel ekonomik koşullar ve teşebbüslerin verim düzeyleri,
- Alternatif yatırım fırsatları ve sağlayacakları gelirler,
- Risk sermayesine duyulan talep ve bunun karşılama düzeyi,
- Faiz oranlarının seviyeleri ve beklentiler.

Örneğin, risk sermayedarı, bütün yatırımdan %40 ROI elde etmeyi amaçlasın. O zaman, yatırımın riskleri ile kazançlarını dengelemeye çalışmak zorundadır. Aşağıdaki diyagramda risk gelişimi gösterilmiş ayrıca risk sermayedarının gelir kriterleri basit olarak eklenmiş ve risklerle kazançları karşılaştırılmıştır.

Yüksek Risk			Orta Risk			Düşük Risk
ROI	% 60	% 50	% 40	% 30	% 20	
Başlangıçlar			Gelişme Sermayesi			
Yüksek Teknoloji	Temel Endüstriler	Tüketim Malları	İlk Dönem	İkinci Dönem	Üçüncü Dönem	Finansmanları

Risk sermayedarı ROI (yatırım geliri) beklentilerini burada belirtmiş ve göze alabileceği risk türlerinden beklediği ortalama gelirleri belirlemiştir. Risk ve kazanç parametrelerini belirleyen risk sermayedarı, buna ek olarak çoğunlukla yatırım stratejisini bir parçası olarak, yatırımın diğer karakteristiklerini belirler. Bunlar tipik olarak ;

- **Yatırım döneminin sınırları:** Risk sermayedarı yatırımı gerçekleştirme süresinin limitlerini de tespit eder. Örneğin, 5 yılı aşmayan bir sürede gerçekleşebilecek yatırımlar yapmak niyetinde olabilir.
- **Kontrol unsuru:** Risk sermayedarı, firmanın tek veya en büyük yatırımcısı olmak ister; böylece, özellikle işlerin kötü gittiği zamanlarda firmayı kontrol altında tutabilecektir.

Risk sermayedarı (yatırımcı) yatırımdan yüksek verimlilik elde edebilmek için, uzun süre beklemek zorundadır. Bu durumda, yatırımcıya sunulacak beklenen verimlilik oranının yüksek olması gerekir. Ayrıca, risk sermayesi finansman modelinde sermaye riskinin yüksek olması nedeniyle yatırımın iflasla sonuçlanması tüm yatırımın yok olmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla risk sermayesine ilgi uyandırabilmek için,

yatırımcının olağan gelirinin kapital kaybı ile dengelenme olanağının bulunması önemlidir. Yani risk sermayesinden oluşacak zararın olağan gelirinin kapital kaybı ile dengelenme olanağının bulunması önemlidir. Risk sermayesinde oluşacak zararın olağan gelirden düşülmesi imkanı olmalıdır. Aşağıdaki örnek bu durumu göstermektedir ⁵⁷.

ÖRNEK:

50 milyon TL risk sermayesi yatırımında bulunacak bireyin gelir vergisi oranının 0,60, sermaye kazançları vergisi oranının %20 olduğu ortamda, yatırımdan beklenen ana para ve gelir miktarı %50 olasılıkla 110 milyon TL olacaktır. Yatırımcı %50 olasılıkla yapmış olduğu tüm yatırımını yitirecektir. Bu yatırım verimliliğini aşağıdaki gibi hesaplamak mümkündür:

$$\begin{array}{l} \text{Yatırımın} \\ \text{Vergi} \\ \text{Öncesi} \\ \text{Beklenen} \\ \text{Verim} \\ \text{Oranı} \end{array} = \begin{array}{c} \text{Kar} \\ \text{Olasılık} \\ \text{Oranı} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Beklenen} \\ \text{Yatırım} \\ \text{Tutarı} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Zarar} \\ \text{Olasılık} \\ \text{Oranı} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Beklenen} \\ \text{Yatırım} \\ \text{Tutarı} \end{array} : \begin{array}{c} \text{Toplam} \\ \text{Yatırım} \\ \text{Tutarı} \end{array}$$

$$= (0.50 \times 110.000.000 \text{ T.L.} + 0.50 \times 0 \text{ T.L.}) : 50.000.000 \text{ T.L.} = 0.10$$

Vergi oranının yatırım verimliliği üzerindeki etkisi hesaplamaya dahil edilmediğinde, yatırım verimlilik oranı %10 olarak hesaplanmıştır. Vergiyi dikkate aldığımızda, yatırım verimlilik oranı %28 bulunmaktadır.

$$\begin{array}{l} \text{Yatırımın} \\ \text{Vergi} \\ \text{Sonrası} \\ \text{Beklenen} \\ \text{Verim} \\ \text{Oranı} \end{array} = \begin{array}{c} \text{Kar} \\ \text{Olasılık} \\ \text{Oranı} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Beklenen} \\ \text{Yatırım} \\ \text{Tutarı} \end{array} + \begin{array}{c} \text{Zarar} \\ \text{Olasılık} \\ \text{Oranı} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Olasılı} \\ \text{Zarar} \\ \text{Tutarı} \end{array} \times \begin{array}{c} \text{Vergi} \\ \text{Tasarrufu} \end{array} : \begin{array}{c} \text{Yatırım} \\ \text{Tutarı} \end{array}$$

$$= [(0.50 \times (50.000.000 \text{ T.L.} + 110.000.000 \text{ T.L.}) + (50.000.000 \text{ T.L.})(1-0.20)] : 50\ 000\ 000 = 0.28$$

⁵⁷ Cengiz Erol, "Faizsiz Kredi Modeli": Venture Capital Finansman Modeli, Bankacılar, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992, s. 29-30.

Görüldüğü gibi vergi konusu hesaplamaya entegre edildiğinde verimlilik oranı %10'dan %28'e çıkmıştır. Vergi sonrası kazanç oranının yüksekliği risk sermayesini cazip duruma getirebilir. Bu nedenle, risk sermayesinin cazip duruma getirilebilmesi için, risk sermayesi finansman modeli yatırımcıya açık vergi üstünlüğü sağlamalıdır.

Risk sermayedarının yatırımdan beklediği getiri oranı değişkenlik içerir. Ancak genel olarak, firmaların kuruluş aşamasında yüksek risk taşıdığı dönemde finanse edilmesi halinde beklenen getiri oranı bileşik faiz esasına göre %50 dir. Daha sonraki aşamalarda (gelişme dönemi) yapılan finans desteklerinde ise beklenen getiri oranı %30 ile %25 arasında değişmektedir. Yapılan analizin kritik noktası, firmanın 3-5 hatta 7 yıl sonra değerinin ne olacağını hesaplanmasıdır. Bu tahminin yapılmasında; kar projeksiyonları ve sektördeki fiyat kazanç oranları önemli bir rol oynamaktadır ⁵⁸.

4.3. Risk Sermayesi Fonunun Oluşturulması

Risk sermayesi, gelişme vaad eden işletmelere uzun vadeli yatırımı gerektirmesi nedeniyle riski alarak uzun vadede getiri beklentisinde olan kişi ve kurumların fonlarına gereksinim duymaktadır. Bunlar bireysel yatırımcı, sigorta şirketleri, devlet kurumları, finansal şirketler veya özel girişimci şirketler olabilirler.

Fonun oluşturulmasında yatırım yapılacak olan işletmelerin niteliği, işletme giderleri, diğer giderler ile sermayedarın bünyesinde istihdam ettiği profesyonel kadro gibi kriterler dikkate alınmaktadır.

Risk sermayesi şirketi, fonlarını herhangi bir getiri taahüt etmeden bir fon kullanım sözleşmesine bağlamaktadır. İlgili sözleşmede fonun yönetilmesi mukabili risk sermayesi şirketinin alacağı komisyon, fonun kullanım vadesi, fonun yatırım yaptığı

⁵⁸ Robert Lawrence Kuhn, a.g.e. s.371-372.

hisselerin belli bir vadede satışı neticesinde elde edilecek gelirin paylaşılması gibi konular yer almaktadır ⁵⁹.

Risk sermayesi fonları farklı türlerde olabilmektedir. Kurumsal fonlar, küçük işletmelere, kendi bünyelerinde oluşturdukları aracı kurumlar veya bağımsız aracı kurumlar aracılığı ile yatırım yapabilirler. Banka fonları, dış fonlar, sigorta şirketlerinin oluşturduğu fonlar, emeklilik fonları, büyük şirketlerin ya da sermayedarların oluşturduğu fonlar gibi farklı ve geniş alanlarda fonlar oluşturulabilmektedir. Risk sermayesi fonları, ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. ABD örneğinde, bağımsız risk sermayesi ortaklıkları, iş geliştirme şirketleri, Ar-Ge ortaklıkları, şirketlerin bünyesinde kurulan bağlı RS kuruluşları, özelleşmiş fonlar gibi farklı yapılarda kurulmuş fonlar mevcuttur ⁶⁰.

Oluşturulan risk sermayesi fonları farklı yöntemlerle yönetilmektedir ⁶¹. Faaliyet ağırlıklı risk sermayesi fonları, yatırım yaptıkları işletmeyi kontrol ederek yönetsel kararlara katılırlar (Hands on). Danışma ağırlıklı fonlar ise, yönetime stratejik kararların alınması aşamasında katılırlar (Hands off). Yapısal ağırlıklı fonlar, bu kategoride bulunan risk sermayesi şirketleri; girişimci şirkete yönetim desteği vermez ve yönetime katılmazlar.

4.4. Risk Sermayesi Piyasası Finansal Araçları

Aşağıda risk sermayesinin finansal araçları tanımlanmaktadır ⁶².

Oydan yoksun hisse senetleri kısmen ya da tamamen normal pay senetlerine çevrilebilen ya da belli bir vadenin sonunda bedeli karşılığı küçük işletme tarafından geri satın alınabilen senetlerdir. Oydan yoksun pay senetleri, kar payında öncelik sahibi

⁵⁹ _____, Risk Sermayesi Fonunun oluşturulması, Mükellefin Dergisi, Nisan 2000, s. 132.

⁶⁰ Risk Sermayesi, Nokta, 2-8 Temmuz 2000, s. 52.

⁶¹ www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgi/bankasi/finans/003d.html

⁶² www.dso.org.tr/bilgi/kaynak/risksermayesi.html

olması, sabit bir geliri ifade etmesi, tasfiye halinde öncelik hakkı taşınması gibi özellikleriyle borç senetleri ile benzerlik taşımaktadır.

Kurucu pay senetleri; bu hisse senetleri belli bir vadede kuruculara önemli imtiyazlar tanıyan pay senetleridir. İşletmenin halka açılması durumunda oy ve ortaklık hakkı tanıyan hisse senetleridir.

Normal pay senetleri; risk sermayedarına ortağı olduğu girişimci şirkette oy ve kontrol hakkı veren hisse senetleridir.

Tahvile çevrilebilir pay senetleri ise beş yıldan uzun vadeli kullanılan finansal araçlardır.

4.5. Risk Sermayesi Şirketinin Sermaye Piyasaları Yoluyla Payını Satması

4.5.1. Risk Sermayesi Yatırımından Halka Arz Yöntemi İle Çıkış

Risk sermayedarının yatırım amacı, belli bir vadede piyasa değeri yükselen şirketin kendi payını içeren hisse senetlerini yüksek fiyattan satarak getiri sağlamaktır. Dolayısıyla sermaye piyasalarının gelişmişliği risk sermayedarı için önem taşımaktadır. Şirketlerin halka açılabilirdikleri sermaye piyasası koşullarının mevcudiyeti risk sermayesinin gelişimine olumlu katkı sağlamaktadır. Şirketlerin halka açılarak hisse senetlerinin borsada işlem görmeye başlamasının sağladığı bazı olumlu ve olumsuz etkiler olmaktadır. Bu etkiler aşağıda belirtilmiştir.

Halka açılmanın pozitif etkileri⁶³,

- Şirketin kurumsal yapı ve imajının güçlenmesi,
- Halka arz ile şirkete ek bir kaynak sağlanması,

⁶³ Tülay Zaimoğlu, a.g.e, s.112-113.

- Uzun vadeli, nitelikli, plan ve stratejilerin hazırlanması,
- Hisse senetlerinin piyasa değerinin belirlenmesi,
- Halka açılma ile sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde uygulamalara tabii olması,
- Vergi avantajı sağlanması.

Borsada işlem görmenin olumsuz etkileri ise aşağıdaki şekilde özetlenebilir.⁶⁴

- Halka arzdan sonra sağlanan kaynağın devamlılığının güç olması,
- Halka açılmış olan şirketlerin kendilerine yönelik satın alma girişimlerine karşı zayıf olmaları,
- Borsaya kote olma ücret ve tarifelerinin yüksek olması,
- Kanuni sorumluluğun artması,
- Kamuyu bilgilendirme ve şeffaflık ilkesine azami uyulması gereği,
- Yönetim kadrosunun sorumluluğunun artması.

4.5.2. Halka Arz Fiyatının Belirlenmesi

Halka arz aşamasında hisse fiyatının doğru tespiti büyük önem taşımaktadır. Bu konuya ilişkin açıklık aşağıda belirtilmiştir⁶⁵. Halka ilk kez açılma kararı alan işletme, yeni çıkaracağı yani halka açacağı hisse senetlerinin fiyatını üç temel kural çerçevesinde oluşturur.

- Fiyat, mukayeseli – (benzer) – firmanın işlem gördüğü hisse senedinin fiyatına göre karşılaştırılır.

⁶⁴ R. Ali Küçükçolak, a.g.e., s. 77

⁶⁵ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s.114-113

- Fiyat kararı, hisse senedinin pazarda kolay işlem görmesi için, belli bir seviyede oluşturulur. ABD de bu sınır \$ 10 ila \$ 20 arasında gözlemlenmektedir.
- Pazara sunulan hisse senedi fiyatı % 10 ile % 15 oranında iskontolu satılır.

Firma hissesini halka açmadan önce, benzer firmaların faaliyet (operational) ve finansal verilerini içeren karşılaştırmalı fiyat tablosu hazırlar. Bu tablo yardımıyla halka açılmayı düşünen firma, kendi verilerini piyasada işlem gören işletmelerin (Peer group) verileri ile karşılaştırılır. Batı ülkelerinde, özellikle ABD’de orjinal birinci el hisse senedi ihracında nominal fiyatın (pazar fiyatının) % 15 oranında iskontolu olarak satışa çıkarıldığı gözlemlenir. Bunun nedeni hisse senedi satışını 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.

5. RİSK SERMAYESİ ABD VE AVRUPA UYGULAMALARI

5.1. Risk Sermayesi Avrupa Uygulamaları

5.1.1. İngiltere

İngiltere Avrupa ülkeleri arasında risk sermayesi açısından en gelişmiş ülke olarak göze çarpmaktadır⁶⁶. Bu sermayenin kaynağının İngiltere’de büyük holdingler, devlet, yöresel kalkınma üniteleri (Local Development Agencies) ve bireyler tarafından oluşturulduğunu görüyoruz. Ayrıca tüm büyük bankaların risk sermayesi sektörüne ciddi şekilde girdiği bilinmekte olup bunların içinde en aktif olanının Midland Bank olduğu anlaşılmaktadır.

Thatcher hükümetinin kemer sıkma politikalarının bu büyümede olumlu etkileri olduğu ileri sürülmektedir, şöyle ki; hükümetin üniversitelere sağlanan araştırma fonlarını kısımları üzerine bilim adamlarının üniversiteyi terk ederek özel sektöre kaydıği görülmektedir. Durum gerçekten karmaşıktır. Bir yandan İngiltere’de yetişmiş insan gücü kaynakları, üniversiteler kriz içerisine itilirken, öte yandan risk sermayesi sektörüne üniversiteden beyin göçü gerçekleşmekte ve sektör büyük dinamizm kazanmaktadır.

İngiliz bankaları risk sermayesi sektörüne girerken başlangıçta iki yöntem uygulamışlardır. Bunlardan bir tanesi, yine bankanın devamı olmakla beraber ayrı tüzel kişiliğe sahip bir Limited Şirket kurmak, ikincisi de kurulan yeni şirketi bankacılara ilaveten “sanayici tipi” elemanlarla takviye etmek olmuştur. Örneğin Lloyds Bank, Lloyds Bank Merchant Bank Limited’in bir yan kuruluşu olarak ve özellikle risk sermayesi konusunda yatırım yapmak üzere “Lloyds Development Capital Limited”ı kurmuştur. Midland Bank, ticari bankacılıktan ayrı olarak yatırım bankacılığını ayrı grup içinde ve “Midland Montaque” adı altında toplamıştır. National Westminster Bank da

⁶⁶ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s. 182-184.

ticari bankacılığı yatırım bankacılığında ayırmış Country Natwest Limited'ı kurmuştur. Risk sermayesi işleri diğer yatırım bankacılığı işleri ile beraber Country Natwest Ventures adı ile aynı şirket içinde yürütülmektedir. Bankalar riski paylaşmakla birlikte aktif olmayan ortak durumundadırlar. Çoğunlukla gelişim halinde olan ve ilerisi için kar potansiyeli bulunan küçük ve orta çaptaki kuruluşların hisse senetlerini satın alma yoluyla şirketler ortak olmaktadır (Unquoted Share Purchases).

İngiltere'de risk sermayesi fonları, kamu ve özel sektör kuruluşlarının yatırımlarından oluşmaktadır. Risk sermayesi fon tutarı 1991 yılında 919 milyon Sterling iken, 1992 yılında küçük bir artışla 921 milyon Sterling'e ulaşmıştır. Böylece 1992 yılında yapılan yatırımlar tutar olarak 1991 yılına göre % 12'lik artış gösterirken, yatırım sayısında % 11'lik azalma görülmektedir. İngiltere, gerek hukuki açıdan gerekse mali açıdan Avrupa'da risk sermayesi sektörünün gelişebilmesi için en uygun ortamın bulunduğu ülkedir. 1980'li yıllarda, kurumlar ve gelir vergisinde önemli azalmalar yapılmıştır. Bunun sonucunda küçük firmalar için gelişme potansiyeli yaratılmıştır. Aynı durum 1990'lı yıllarda da devam etmiş ve faiz oranları enflasyon ve vergi indirimleriyle küçük firmaların büyümesi teşvik edilmiştir. Gelir vergisi oranı % 40'dır ve aynı oran sermaye kazançlarına da uygulanmaktadır. Sermaye kazancı vergisi diğer Avrupa ülkelerindekinden daha yüksektir. Risk sermayesi sektöründeki gelişmenin ana kaynağı 1980 yılında ikincil piyasanın (Unlisted Securities Market – USM) oluşturulması ve merger, acquisitions aktivitelerinin ilerlemesidir. Tablo 4.1 ve 4.2'de, 1992 yılında oluşturulan risk sermayesi fonlarının kaynakları ve aynı yıl yapılan yatırımların aşamalara göre dağılımı hakkında bilgi verilmektedir.

Tablo 5.1. İngiltere’de 1992 Yılında Oluşturulan Risk Sermayesi Fonlarının Kaynakları

KAYNAK	% PAY
Sağlanan Semaye Kazançları	18
Şirketler	6
Bireyler	4
Kamu Kurumları	1
Bankalar	21
Emeklilik Fonları	36
Sigorta Şirketleri	12
Diğer	2

Kaynak: EVCA Yearbook, European Venture Capital Association, Zaventem, 1993, s.155.

Tablo 5.2. İngiltere’de 1992 Yılı Risk Sermayesi Yatırımlarının Aşamaları

AŞAMA	% PAY
Başlangıç	3
Büyüme	31
Yerine Koyma Sermayesi	4
Ele Geçirme	62

Kaynak: EVCA Yearbook, European Venture Capital Association, Zaventem, 1993, s.155.

5.1.2. Fransa

Fransa’da risk sermayesi sektörü, “Fonds Commun de Placement a Risques (FCPR)” ile “Societes de Capital Risque (SCR)” kuruluşlarının oluşumu ile gelişme göstermiştir⁶⁷. Bankaların risk sermayesi sektöründeki önemi büyüktür. Fransa’da 1992 yılında yaratılan risk sermayesi fonları 1991 yılına nazaran % 30’luk azalma göstermiştir. 1992 yılında toplam 6.6 milyar FF (Fransız Frangı) risk sermayesi yatırımı yapılmıştır. 1992 yılının güç koşullarına rağmen, çekirdek ve start – up düzeyindeki yatırımlar 1991 yılına

⁶⁷ Tülay zaimoğlu, a.g.e., s. 187-188.

göre daha fazla tutardadır. Replacement Capital yatırımlarının toplam yatırımlar içerisindeki pay ise % 21'dir.

1992 yılında sendikasyon halinde yapılan yatırımların sayısı artmıştır. Sendikasyon şeklinde yapılmayan yatırımlar toplam yatırımların 1992 yılında % 22'sini, 1991 yılındaysa % 30'unu oluşturmuştur. Fransa dışında yapılan yatırım tutarı ise toplam yatırımların % 12'sini oluşturmaktadır. Risk sermayesi yatırımları gerek sayısal gerekse tutar açısından en fazla tüketim malları sektörüne yapılmaktadır. Teknoloji ve haberleşme sektörlerine yapılan yatırımlarda da artış gözlenmektedir. Fransa Maliye Bakanlığı, risk sermayesi şirketlerinin hukuksal mevzuatını kolaylaştırmıştır. Bazı koşulları sağlamak şartıyla, SCRs ve FCRPs vergiden muaf tutulmuş ve ortakları sadece kar dağıtımında ve sermaye kazancının oluşumunda vergilendirilmiştir. Risk sermayesi şirketlerinin borsa yoluyla halka açılmasında 1987 yılından bu yana azalma görülmektedir. Tablo 4.3 ve 4.4'de risk sermayesi kaynaklar ve yatırım aşamaları hakkında bilgi verilmektedir.

Tablo 5.3. Fransa'da 1992 Yılında Oluşturulan Risk Sermayesi Fonlarının Kaynakları

KAYNAK	% PAY
Sağlanan Semaye Kazançları	34
Şirketler	3
Bireyler	1
Kamu Kurumları	1
Bankalar	37
Emeklilik Fonları	6
Sigorta Şirketleri	11
Diğer	7

Kaynak: EVCA Yearbook, European Venture Capital Association, Zaventem, 1993, s.94.

Tablo 5.4. Fransa’da 1992 Yılı Risk Sermayesi Yatırımlarının Aşamaları

AŞAMA	% PAY
Başlangıç	4
Büyüme	41
Çekirdek	1
Yerine Koyma Sermayesi	21
Ele Geçirme	33

Kaynak: EVCA Yearbook, European Venture Capital Association, Zaventem, 1993, s.94.

5.1.3. Almanya

Almanya’da risk sermayesi sektörü çok geç gelişmiştir. Bunun başlıca nedeni Alman iş adamlarının riske atılmak istememeleridir⁶⁸. Devlet 1970 yılında özel sektörün çok güçlü bir risk sermayesi şirketini kurmasını finansal açıdan desteklemeye karar vermiştir. Bu amaçla 1975’de 28 Alman bankası biraraya gelerek Wagnisfinanzierungsgesellschaft’ı kurmuşlardır. Devlet de bu bankaları teşvik etmek için şirket zarar ettiği takdirde bu zararın % 75’ini karşılamayı taahhüt etmiştir. Başlangıçta her ne kadar amaç Amerikan tipi bir Risk Sermayesi şirketi yaratmak idiyse de bu amaca ulaşılamamıştır. Şirketin sermayesinin 10 milyondan 50 milyon Mark’a artırılması da bir işe yaramamış ve şirket 1982’ye kadar zarar üstüne zarar etmiştir. Bu kötü durumun ardındaki sebepleri anlamak şüphesiz çok önemlidir. Sebep, özet olarak ifade etmek gerekirse tek olup, şirketin bir özel sektör şirketi olarak değil de bir devlet şirketi olarak yönetilmesidir. Şirketin yönetiminde küçük fakat son derece dinamik bir yönetim kurulu yerine bankacılar, sanayiciler ve devletin yetkili memurlarından oluşan bir grup etkili olmuştur ve bunun sonucunda yönetim kurulu Girişimci Şirketleri çok farklı kriterlere göre değerlendirmiş ve bu arada Risk Sermayesi’nin ana prensiplerinden sapılmıştır. Bu kriterler arasında örneğin öncelikli sektörler, ticari başarı (bilanço durumu), sosyal fayda gibi risk sermayesi ile yakından veya uzaktan hiçbir ilişkisi bulunmayan unsurların varlığı saptanmıştır.

⁶⁸ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s. 185-187.

Kuruluşundan beş sene sonra Wagnisfinanzierungsgesellschaft'ın daha esnek bir politika uygulamaya başladığı görülmektedir. Bunun sonucunda 1980 – 81 döneminde karlı yatırımlar yapılabilmiş ve durum bir nebze de olsa düzeltilebilmiştir. Almanya'da devletin risk sermayesi şirketlerinin önemli bir işlevini yüklenmiş olduğu anlaşılmaktadır. Bu, başlangıç sermayesinin teminidir. Nitekim, bir devlet bankası olan Lantenausgleichsbank yeni kurulan firmalara 20 yıl vadeli, sabit faizli çok uygun şartlarda kredi vermektedir. 1982'ye gelindiğinde bu banka kredilerinden 10.000 firmanın yararlanmış olduğu bilinmektedir. Bu destek hangi sektörde olursa olsun tüm yeni firmalara verilmekte olup ayrıca proje değerlendirme aşamasında dışardan profesyonel bir danışmanın desteği de sağlanmaktadır.

Devletin bir diğer faaliyeti de en son teknolojiye yönelik bazı yeni kurulmakta olan firmaları desteklemeye yöneliktir. Bu programda fizibilite çalışmalarının % 90'I (tavan: 54.000 D.M.) ile geliştirme masraflarının % 75'ini (tavan: 900.000 D.M.) karşılamak üzere destek sağlamaktadır. Ayrıca Girişimci Şirket'in bankalara olan borçlarının % 50 ile 80'I arasındaki kısma devletçe garanti edilmektedir. 1983 – 86 döneminde bu programın toplam bütçesi 300 milyon D.M.'idi. Almanya, O.E.C.D. ülkeleri içinde devletin küçük işletmeciyeye en fazla destek olduğu ülkelerin başında gelmektedir. Buna rağmen sonuçlar risk sermayesi açısından hiç de iç açıcı değildir. Aslında bu aşırı destek belki de bu rehavete yol açmış olabilir. Nitekim, devlet de böyle düşünmüş olmalı ki artık sektörden yavaş yavaş elini çekmeye başlamış ve bundan böyle özel sektörün hakim olduğu bir risk sermayesi sektörü oluşturmak için dikkatini hukuksal altyapıyı düzenlemeye yöneltmiştir.

Almanya risk sermayesi sektöründe 1980'li yılların ortalarında görülen hızlı büyüme 1992 yılında da devam etmiştir. risk sermayesi şirketlerinin çoğunluğu Alman Risk Sermayesi Birliği'ne (BVK) üyedirler. 31 Aralık 1992 tarihi itibarıyla BVK'nın üye sayısı 70'e ulaşmıştır. Almanya'daki küçük ve orta büyüklükteki firmaların öz kaynakları oranlarının düşüklüğü dış kaynaklı sermayeyi cazip kılmaktadır. Diğer ülkelerin aksine Almanya'daki Risk Sermayesi fonları açık olarak oluşturulmaktadır (Open Funds). 1992 yılında Risk Sermayesi fonu için ayrılan sermaye tutarı 1.700

milyon Mark'dır. Bu tutar 1991 yılı için de hemen hemen aynıdır. 1991 yılında olduğu gibi 1992 yılında da bankalar sektördeki yerlerini korumuşlardır. 1992 yılında yapılan yatırımların sayısı 684'dür. Bunlardan 456'sı yeni yatırımdır (1.052 milyon Mark) 228'i ise devam eden (follow on) yatırımlardır (227 milyon Mark).

Almanya'da kurumlar vergisi ve gelirler vergisi oranları yüksektir. Risk sermayesi şirketlerinin yatırımlarında çıkışı; satış (trade sale), buy – back veya secondary purchase şeklinde olmaktadır. Tablo 5.5 ve tablo 5.6 1992 yılı için Risk Sermayesi kaynakları ve yatırım aşamalarını göstermektedir.

Tablo 5.5. Almanya'da 1992 Yılında Oluşturulan Risk Sermayesi Fonlarının Kaynakları

KAYNAK	% PAY
Sağlanan Semaye Kazançları	1
Şirketler	6
Bireyler	5
Kamu Kurumları	4
Bankalar	51
Emeklilik Fonları	-
Sigorta Şirketleri	11
Diğer	22

Kaynak: EVCA Yearbook, European Venture Capital Association, Zaventem, 1993, s.100.

Tablo 5.6. Almanya'da 1992 Yılı Risk Sermayesi Yatırımlarının Aşamaları

AŞAMA	% PAY
Başlangıç	6
Büyüme	68
Çekirdek	1
Ele Geçirme	25

Kaynak: EVCA Yearbook, European Venture Capital Association, Zaventem, 1993, s.100.

5.2. Risk Sermayesi ABD Uygulamaları

ABD’de risk sermayesi yatırımları ile ilgili olarak yapılan hukuksal düzenlemeler aşağıdaki gibidir⁶⁹.

1933 Menkul Kıymetler Kanunu’na göre (The Securities Act of 1933); çeşitli istisnalar tanınmadığı sürece tüm fon transferlerinin (financing) SEC’ye (Securities and Exchange Commission) kayıt edilmesi gerekmektedir. 1974 yılında düzenlenen 146 nolu kural ile tahsisli sermaye (private placement) işlemleri kayıttan muaf tutulmuştur. Muafiyet şartları şunlardır:

- Menkul kıymetleri satın alan (yatırımcı) ile ihraç eden arasında direk haberleşme ve iletişim sağlanmalıdır.
- İhraççı, yatırımcı tarafından yöneltilen soruları cevaplandırmalıdır.
- SEC’ye kayıt işlemlerinde normal olarak istenilen tüm bilgilere yatırımcı ulaşabilmelidir.
- Geniş bir kitleye hitap edecek reklamlar (general advertising) yasaktır.
- Yatırımcıların veya temsilcilerinin yatırımın riskini değerlendirmek açısından kendilerine sunulan finansal verileri analiz edecek bilgiye sahip olduğunun gösterilmesi gerekmektedir.
- Yatırımcının, yaptığı yatırımın ekonomik riskini yüklenme gücü bulunmalıdır.
- Birbirini takip eden 12 ay içerisinde paylar en fazla 35 kişiye satılmalıdır. Ancak firma yöneticileriyle 150.000 Dolar’ın üzerinde alım yapan yatırımcılar bu sayıya dahil edilmemektedir.
- Bu menkul kıymetler “Restricted Securities” sayılmakta ve el değiştirmeleri çeşitli kısıtlamalara tabi olmaktadır.
- 146 nolu kural gereği satış sonuçlarına ilişkin bilginin SEC’ye verilmesi gerekmektedir.

Yapılan sermaye tahsisinin yukarıdaki kuralları karşılamaması halinde ihraç edilen menkul kıymetler 1933 Menkul Kıymetler Kanunu’na göre kayda alınmaktadır. Bu kanuna göre söz konusu menkul kıymetler “Restricted” menkul kıymetlerin alım

⁶⁹ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s. 176-178.

satımlarına ilişkin olarak getirilen özellikler şunlardır;

- İhraççı firma hakkında yeterli bilgi mevcut olmalıdır. Eğer ihraççı firma, 1934 Menkul Kıymetler Borsaları Kanunu'nun (Securities Exchange Act of 1934) 13. ve 15(d) bölümleri gereği, satış tarihinden en az 90 gün önceki süre içerisinde bilgi verme yükümlülüğüne tabi ise (reporting requirements) bu madde gereği istenilen bilgi akışına sahip sayılmaktadır.
- Menkul kıymetler yatırımcıların kendi nam ve hesaplarına satın alınmalıdır ve iki yıllık zorunlu elde tutma süresi içerisinde bedellerinin tamamı ödenmiş olmalıdır.
- Herhangi bir 6 aylık süre içerisinde ortakların elinde bulunan menkul kıymetlerin % 1'den fazlası satışa sunulamaz. Menkul kıymetlerin borsalarda işlem görüyor olması halindeyse yukarıda bahsedilen % 1'lik sınır satıştan önceki bir ay içerisindeki ortalama haftalık işlem hacmi 6 aylık süre içerisindeki asgari satış tutarı olarak kabul edilir.
- Satış işlemleri sadece bir aracı kurum vasıtasıyla yapılabilir. Ayrıca satıcı satış için alıcılara da çağrıda bulunamaz (solicitation).
- Menkul kıymetlerini satmak isteyen bir kişinin bu isteğini SEC'ye bildirmesi gerekmektedir. 6 ay içerisinde, 500 adet veya 10.000 Dolar'dan (hangisi az ise) fazla olmayan satışlar için bu bilgi istenmez.

Burada vurgulanması gereken husus bu tür kısıtlamaların getirdiği menkul kıymetlerin (restricted) kayda alınabileceği ancak bu işlemin zaman alacağı ve maliyetli olduğudur. Çünkü, böyle bir durumda 1933 kanununun getirdiği yükümlülüklerle tabi olunmaktadır. Bazı risk sermayesi şirketleri; Investment Company Act of 1940'a tabidirler. Bu kanuna göre, bazı alım – satım işlemlerinde SEC'in onayı gerekmektedir ve çeşitli kısıtlamalar mevcuttur. Örneğin; risk sermayesi şirketinde % 5 veya daha fazla paya sahip olan bir yatırımcı, aynı firmaya tekrar yatırım yapmak isterse yukarıda açıklanan benzer kurallara tabi olmaktadır. Aynı zamanda risk sermayedarı olan NASD (National Association of Securities Dealer) üyeleri, yatırım yaptıkları firmaları halk açılmaları halinde belli kurallara tabi olmaktadır. Bu aynı firmaya yatırım yapan ve NASD üyesi olmayan yatırımcıları da etkilemektedir.

ABD’de vergiden sorumlu kurum olan Internal Revenue Service risk sermayesi yatırımlarıyla yakından ilgilenmektedir. Warrant’ların değerlemesi büyük bir dikkatle izlenmektedir. Ayrıca borçlanma araçlarının özkaynak yerine kullanılması önlenmeye çalışılmaktadır.

Macintosh bilgisayarlarıyla tanınan Apple Computer Inc. 1977’de Venrock risk sermayesi kurumunca başlangıç sermayesi sağlanarak kurulmuş ve 6 yıl gibi kısa bir süre içerisinde 1’e 170 oranında kazanç getirmiştir. Apple’ın kurucularından Steve Jobs ise aynı süre içerisinde 185 milyon \$’lık kişisel servet sağlamış ve 1985’de bu kez kendi sermayesiyle Next bilgisayar şirketini kurmuştur. Apple’ın 1982 yılı satışları 583 milyon Dolar (bir önceki yıla göre % 75 artış) aynı yıldaki geliri 61,3 milyon Dolar (% 57) artış istihdamı 3.800 kişidir (% 27 artış). 1976’da 200.000 Dolar sermaye ile gen teknolojisi üzerinde araştırma yapmak üzere kurulan Genentech Inc. 1982’de 63 milyon Dolar gelir elde etmiş olup, bugün bu şirketin değeri 100 milyon Dolar civarındadır.

Bilgisayar endüstrisinin yatağı olan ve Amerika’nın California eyaletindeki Silicon Valley’deki çok sayıdaki şirket de risk sermayesinin desteğiyle kurulmuştur. 1974’de 1,5 milyon Dolar sermayeyle kurulan Tandem Computers, 1982’de 312 milyon Dolar elde ederken bu rakam 1990’da 1,9 milyar Dolar’a çıkmıştır.

1957 yılında genç bir mühendis olan Kenneth H. Olsen, Digital Equipment Corporation’ı (DEC) kurduğunda tüm varlığı bir masayla iki sandalyeden ibaretti. Olsen, bir risk sermayesi kurumu olan ARDC’ye başvurduğunda önce ilgi görmedi, ancak 3 ay sonra ARDC, şirketin % 78 hissesi için 70.000 Dolar vermeye razı oldu. ARDC, bu şirketdeki hisselerini 15 yıl sonra Textron’a sattığında 350 milyon Dolar kazanmıştı. Bugün ABD’nin 3. büyük bilgisayar şirketi ve cirosu 13,1 milyar Dolar olan ve Türkiye’de de şubesi bulunan DEC’de 124.000 kişi çalışmaktadır.

1999 yılında Dünya geneline risk sermayesi yatırımları 72 milyar Dolar ile rekor seviyesine ulaşmıştır⁷⁰. ABD, 48 milyar Dolar ile aynı yıl içinde risk sermayesi yatırımlarında dünya çapında en yüksek paya sahip ülkedir.

⁷⁰ Projeniz olsun Yeter, Yeni Binyıl, 3.3.2000, s. 4

Risk sermayesi yatırımlarının en başarılı uygulandığı ülkelerden biri ABD'dir. Small Business Investment Companies (SBIC's), risk sermayesi yatırımlarını gerçekleştiren kurumlar olarak başlangıçta faizli kredi tahsisi yöntemini benimsemiş bu uygulama ile istenilen başarının sağlanamaması üzerine, yatırımlarına şirket sermayelerine ortak olarak devam etmiştir. ABD'nde emeklilik fonlarının (pension funds) risk sermayesi şirketlerine yatırım yapabilme imkanı sağlanması ile risk sermayesi yatırımları hızlı bir gelişme sürecine girmiştir.

Yatırım yapılan sektörler incelendiğinde, yatırımların önemli bir ölçüde elektronik, bilişim, bilgisayar, iletişim gibi ileri teknoloji alanlarına yöneldiği görülmektedir. Bugün Battery venture, Accel Partners, Alliance Technology Ventures, Atlas Venture, Austin Ventures gibi Dünya devi olan birçok risk sermayesi şirketinin ABD orjinli olduğu görülmektedir.

Amerika'da risk sermayesi fonlarına aktarılan kaynak 1990 yılında 3 milyar Dolar iken bu rakam 1999 yılında 48 milyar Dolar'a ulaşmıştır. Bu hızlı artışın nedeni olarak risk sermayesi fonlarının son yıllarda sağladığı cazip getiriler gösterilmektedir. Yüksek getirilerin nedeni ise teknoloji şirketlerinin henüz kar etmemiş olsalar dahi geleceğe dönük beklentileri nedeni ile şirketlerin NASDAQ vasıtasıyla halka açılmaları sırasında yatırımcıların göstermiş olduğu ilgidir. ABD'de risk sermayesi yatırım fonlarının getirileri 1995 yılından 1999 yılına sırasıyla % 44, %34, %28, %18 olarak gerçekleşmiş ve 1999 yılında müthiş bir patlama yaparak % 147 oranına ulaşmıştır⁷¹.

1988 yılında 2.3 milyon Dolar'lık yatırım ile kurulan Cisco System'in piyasa değeri bugün 555 milyar Dolar'a ulaşarak Dünyanın en değerli şirketi olmuştur. 13 yıl önce sadece bir projeden ibaret olan Cisco System bugün, bu şirkete yatırım yapan Donald Valentino of Sequila Capital isimli risk sermayesi yatırımcısına yatırdığı her 1 Dolar'a karşılık 8 milyon Dolar getiri sağlamıştır⁷².

⁷¹ _____, Risk Sermayesi, Globus, 8.2000, s.110.

⁷² _____, Projeniz Olsun Yeter, a.g.e., s. 4.

6. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ

6.1. Yasal Çerçeve

3794 sayılı Kanunla değişik 2499 sayılı Sermaye piyasası Kanunu'nun (22. maddesinin "0" bendinde; sermaye piyasasının gelişmesini teminen yeni sermaye piyasası kurumlarına ilişkin kuruluş, faaliyet, tasfiye ve sona erme esaslarını belirleme ve denetleme yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) görev ve yetkileri arasında sayılmıştır. Yine aynı Kanun'un 36. maddesinde de; yatırım ortaklıklarının, portföylerinde bulunduracakları kıymetler itibariyle türleri, değerlendirme esasları, portföy sınırlamaları, yönetim ilkeleri, kar dağıtım esasları, aklama usul ve esasları, tabi olacakları yükümlülükler ve tasfiye ile sona ermelerine ilişkin esaslar Kurul tarafından belirlenir hükmü yer almaktadır. 22. maddenin "c" bendinde de ; risk sermayesi yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları ve risk sermayesi yönetim şirketlerini denetleme görev ve yetkisi SPK'ya verilmiştir.

Görüldüğü gibi, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 22/c maddesinde risk sermayesi kurumu olarak üçlü bir yapıdan bahsedilmektedir. Bunlar risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim şirketleridir. Sermaye Piyasası Kurulu'nda yapılan düzenleme çalışmalarında bunların üçü de tartışılıp değerlendirilmektedir. Öncelikle risk sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esasların belirlenmesi amaçlanmıştır. Yukarıda belirtilen yasal dayanak çerçevesinde risk sermayesi yatırım ortaklıklarının kuruluşlarına, faaliyetlerine, yönetim ilkelerine ve tasfiyelerine dair esaslar Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından düzenlenen ve 6 Temmuz 1993 tarih ve 21629 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar" tebliğinde yer alan önemli hususlar aşağıda belirtilmiştir⁷³.

⁷³ Tülay Zaimoğlu, a.g.e. s.198-201.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının (RSYO) tanımı şu şekilde yapılmıştır: *“Türkiye’de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerinin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimine risk sermayesi yatırımı denir.”* Girişim şirketlerinin sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır. *Kayıtlı sermayeli olarak kurulan başlangıç veya çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelterek, risk sermayesi yatırım faaliyetinde bulunan ortaklıklara RSYO denir.* RSYO'nun kuruluş şartları şöyledir;

- RSYO'ların risk sermayesi faaliyetinde bulunmak üzere SPK'ya başvurmuş olmaları,
- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulmaları,
- Başlangıç sermayelerinin 100.000.000.000 (yüzmilyar) Türk Lirasından, kayıtlı sermayelerinin 300.000.000.000 (üçyüzmilyar) Türk Lirasından ve pay bedelinin 250.000.000 (ikiyüzellimilyon) Türk Lirasından az olmaması,
- Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılı olması,
- Ortaklık süresinin 5 (beş) yıldan az olmaması,
- Ticaret ünvanlarında Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ibaresinin bulunması,
- Esas sözleşmelerinin TTK, Kanun ve bu Teliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,
- Kurucularının bu Tebliğ'de gerekli görülen şartları taşıması,
- Yabancı ortakların, 6224 sayılı Kanun çerçevesinde gerekli müsadeyi almış olmaları,

şarttır.

RSYO'nun esas sözleşmesinde bulunması gereken asgari hükümler aşağıda verilmiştir:

- RSYO'nun ünvanı, merkezi ve kurucularını tanıttıcı bilgiler,
- Başlangıç veya çıkarılmış ve kayıtlı sermaye tutarları ile pay değeri ve pay sayısı
- RSYO'nun süresi,

- RSYO'nun amaç ve konusu.
- RSYO'nun yatırım politikası, yönetim ilke ve esasları ile girişim şirketlerinin seçim kriterleri,
- RSYO'nun yönetim kurulu üyeleri ve genel müdürü ve diğer yöneticiler ile pay sahipleri arasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarında uygulanacak esaslar,
- RSYO genel müdür ve yönetim kurulunun niteliklerine ilişkin esaslar,
- RSYO'nun kar dağıtım esasları,
- RSYO'nun hisse senetlerinin devrine ilişkin esaslar.
- Pay sahiplerinin bilgilendirilmesi ve bilgi alma hakları ile RSYO'nun mali tablo ve raporlarının hazırlanma ve sunulma esasları,
- RSYO'nun hesap dönemi,
- Yatırım sınırlamaları,
- Yönetim ilkeleri.

RSYO'nun tedrici veya ani usulde kuruluşları tebliğ ile mümkün kılınmış ve kuruluş prosedürü belirtilmiştir. RSYO'nun faaliyete yönelik ilke ve kuralları ise aşağıdaki gibidir:

RSYO'nun yapamayacağı işlemler;

- Ödünç para verme işleriyle uğraşamazlar,
- Bankalar Kanunu'nda tanımlandığı üzere mevduat toplayamazlar ve mevduat toplama sonucunu verebilecek iş ve işlemler yapamazlar,
- Ticari, sınai ve zirai faaliyetlerde bulunamazlar,
- Risk sermayesi yatırımı dışındaki sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunamazlar.

Yatırım sınırlamaları:

- RSYO'ların sermayelerinin % 10 undan fazlasına sahip olan hissedarlarının, yönetim kurulu üyelerinin, genel müdür ve birim sorumlularının ayrı ayrı ya da birlikte sermayelerinin % 10 veya daha fazlasına sahip oldukları ortaklıklara yatırım yapabilmeleri için esas sözleşmelerinde açık hüküm bulunması gerekir.
- RSYO'lar yatırım yaptıkları girişim şirketlerinin menkul kıymetlerini azami 10 yıl süreyle portföylerinde bulundurabilirler. Bu sürenin sonunda elden çıkarmanın

imkansız olduğu ve büyük zarar doğuracağıının anlaşılması halinde, bu süre kurul tarafından uzatılabilir.

Yönetim ilkeleri: RSYO'lar;

- Girişim şirketlerinin yönetimine katılıp, bu şirketlere gerekli danışmanlık ve yöneticilik hizmetlerini sunabilirler,
- Diğer risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yatırım yapamazlar,
- Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde aday gösterme imtiyazı veren hisse senedi dışında imtiyazlı hisse senedi ihraç edemezler,
- Faaliyetlerinin gerektirdiği miktar ve değerden fazla taşınır ve taşınmaz mal edinemezler. Bu miktar ve değer, çıkarılmış sermayelerin % 10 undan fazla olamaz,
- Girişim şirketlerine yapacakları yatırımlarını, tarafların hak ve yükümlülüklerini gösteren bir yatırım sözleşmesi çerçevesinde yaparlar.

Danışmanlık hizmeti alanı: RSYO esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve yönetim kurulunca karar alınmak kaydıyla, faaliyetleriyle ilgili konularda kullanılmak üzere teknik ve girişim şirketlerinin seçimine ve yatırımlarının yönetimine ilişkin olarak uzmanlaşmış kişi ve kuruluşlardan danışmanlık hizmeti alabilirler.

Yatırım Sözleşmesi: RSYO'lar, girişim şirketlerine yapacakları risk sermayesi yatırımlarını, aşağıda asgari unsurlan belirlenmiş yatırım sözleşmesi dahilinde yaparlar:

- RSYO'nun ünvanı ve merkezinin adresi,
- Portföy şirketinin ünvanı ve merkezinin adresi,
- Sözleşmede kullanılan kavramların açıklanması,
- Girişim şirketinin hangi yatırım aşamasının finanse edileceği,
- Yatırımın tutarı,
- Güvence istenip istenmediği; isteniyorsa niteliği,
- Özsermaye yatırımı söz konusu ise kar payı, oy hakkı ve ön alım hakkı,
- Borçlanma niteliğinde bir yatırım söz konusu ise kar payı, faiz oranı, itfa planı, ödeme biçimi, erken ödeme durumu, hisse senedi ile değiştirilebilir tahvillerden

değiştirme esasları,

- RSYO'nun bilgi alma ve yönetimde temsil edilmesine ilişkin haklar,
- Girişim şirketinin üretim, pazarlama, borçlanma ve mevzuat çerçevesinde temettü dağıtım politikalarına ilişkin RSYO'ya tanınan yetkiler ve girişim şirketinin uyacağı hususlar,
- Girişim şirketinin makina teçhizat ve sair duran varlıkların iyi durumda olmasını sağlamasına yönelik esaslar,
- Sözleşme süresince girişim şirketinin ortaklık yapısında değişiklik yapıp yapılamayacağına ilişkin açıklama,
- RSYO'nun girişim şirketine yönetim vesair konularda danışmanlık hizmeti verip vermeyeceği, verecekse buna ilişkin ilke ve esaslar,
- RSYO'nun diğer hak ve yükümlülükleri,
- Girişim şirketlerinin diğer hak ve yükümlülükleri,
- Yatırım sözleşmesinden kaynaklanacak uyuşmazlıkların çözüm mercü ve yeri,
- Tarafların karşılıklı bildirim ve ihbar hususları,
- Girişim şirketinin çalışanları ve ortakları ile her türlü işleme izin verilip verilmeyeceği, verilecek ise bunların şirket kayıtlarına geçirilmesi,
- Girişim şirketinin mali tablolarının Kurul'ca düzenlenen muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanacağı ve uygulanan muhasebe politikalarında gerekli açıklama yapılmaksızın değişiklik yapılmayacağı,
- Girişim şirketinin RSYO'nun izni olmadan esas sözleşme değişikliği yapıp yapamayacağı, başka firma ile birleşip birleşmeyeceği veya aktiflerini satıp satamayacağı,
- Girişim şirketinin sahip olduğu patent, lisans, telif hakları ve ticari markaları, RSYO'nun izni olmaksızın devredip devredemeyeceği,
- Sözleşmenin geçerlilik süresi,

RSYO'nun yatırımlarının durumunu da içeren mali tablo ve raporlarına ilişkin olarak Kurul'ca tespit olunan şekil ve esaslara, muhasebe ilke ve standartlarına ve bağımsız denetleme standartlarına uyulması zorunludur. RSYO'ların kar dağıtımına ilişkin hususlar, esas sözleşmelerinde serbestçe belirlenir. RSYO'nun tüm hesap ve işlemleri

Kurul'un gözetim ve denetimine tabidir. Risk sermayesi sektörünün vergi kanunları karşısındaki durumuna baktığımızda sistemin teşvik edildiği görülmektedir. Vergi yasaları karşısındaki durum şöyledir: Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8. maddesinin 12-c bendine göre; Risk Sermayesi Yatırım Fonları ve Ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur. Aynı zamanda bu kurumlardan kazanç elde edenlerin de teşvik edilmesi ve bu kurumların "Asgari Kurumlar Vergisi"nden olumsuz etkilenmemeleri için Kurumlar Vergisi Kanunu ve Gelir Vergisi Kanunu'nun verdiği yetkilerle, Bakanlar Kurulu'nun aldığı karar ile (Resmi Gazete Tarihi: 31.12.1992, No: 21452, Karar sayısı: 92/3802) gerçek kişiler "0" oranında stopaja tabi tutulmuştur. Aynı karar ile bu kurumlardan tüzel kişiler tarafından elde edilen kazançlar % 10 oranında tevkifata tabi tutulmuştur. Aynı Resmi Gazete'de yayınlanan 92/3895 sayılı Karar ile de Asgari Kurumlar Vergisi Oranı "0" olarak belirlenmiştir.

6.2. Teşebbüs Destekleme Ajansı

Ülkemizde küçük girişimcilerin korunması ve teşvik çalışmaları planlı dönemle başlamış ve özellikle İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ile teşvik tedbirleri sistematik şekilde girişimcilere sunulmuştur. Devlet, çeşitli banka ve kuruluşlar tarafından küçük girişimciye desteklemeye yönelik çalışmalar sürdürmektedir. Ancak gerçek anlamda risk sermayesi ile ilgili ek çalışmalar 1986 yılında, dönemin devlet bakanlarından Tınaz Titiz yönetiminde gerçekleştirilmiştir.

Devlet küçük ve orta ölçekli girişimcilere destek sağlama amacıyla 5.1.1988 tarihli bir genelge ile İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu kurmuştur. Teşebbüs Destekleme Ajansı (TDA) ile risk sermayesi sisteminin kurulması bu kurulun faaliyetleri arasında idi. 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 aşağıda belirtilmiştir ⁷⁴.

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

Aynı dönemde Devlet Bakanlığı'nın bu konudaki politikası özellikle yeni teknolojiler alanında araştırma-geliştirme ve üretim yapmak isteyen küçük girişimcilere, kurulacak bir risk sermayesi şirketi aracılığı ile doğrudan risk sermayesi verilmesi şeklindeydi. Ancak daha sonra yaşanan siyasal gelişmelerin, tüm gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye'de de ekonomik kararlara yansması ile 1988-1989 döneminde TDA'nın faaliyetleri durmuş ve risk sermayesi şirketi kurma çalışmalarına ara verilmiştir. Böylece Türkiye'de risk sermayesi sektörü oluşumunda bir süre duraklama yaşanmıştır. 1991 yılında kurulan hükümet risk sermayesi konusuna sıcak bakmıştır. 1992 yılında açıkladıkları "Ekonomi Paketi"nde risk sermayesine özel bir yer ayrılmış olup bu sektörün kurulması ve geliştirilmesi hükümet programına alınmıştır.

TDA'nın destek amaçları arasında; TDA'nın bir vakıf şirketi olduğu, çeşitli kuruluşlardan ücretsiz destek alacağı ve doğrudan kredi verebileceği belirtilmektedir. Bu araç ve yöntemler bir risk sermayesi şirketinin amaç ve yöntemlerinden farklıdır. TDA'nın mevcut yapısıyla risk sermayesinin işlevlerini yerine getirmesi pek olanaklı görülmemekteydi. Ancak, TDA fikrinin, istihdam sorununun çözümlenmesi ve özel

⁷⁴ Ülkü Dağdelen, a.g.e. s.57-60.

giriřimcilik dūřuncesinin topluma benimsetilmesi açısından önemli bir adım olduęu bir gerçektir⁷⁵.

6.3. Teknoloji Geliştirme Projesi

Dünya Bankası ile Türk Hükümetinin ortaklaşa çalışmasıyla yürütölen Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde Türkiye'de bir risk sermayesi şirketinin kurulması öngörölmüştür. Planlanan risk sermayesi şirketinin (fonunun) temel amaçları şu şekilde belirlenmiřtir⁷⁶.

- Fona sermaye sağlayacak sermayedarlara yüksek bir getiri sağlamak,
- Yüksek teknoloji kullanan ve yüksek bir gelişme potansiyeline sahip mevcut veya yeni kurulacak firmalara sermaye ve benzeri yatırımlarda bulunmak,
- Mevcut firmaların teknoloji yoğun projelerine uzun vadeli (5-7 yıl) krediler vermek,
- Yukarıdaki amaçlar çerçevesinde; Türkiye'nin teknoloji ve ihracat alanındaki rekabet gücünü artırmak, Türk mühendisleri ve bilim adamları için yeni olanaklar yaratmak ve bu yolla yurt dışına olan beyin göçünü önlemek ve Türkiye'ye yabancı sermaye girişini ve teknoloji transferini teşvik etmek.

Konuyla ilgili olarak hazırlanan raporda (Technology Development Project) risk sermayesi fonunun profesyonel bir yönetime sahip özel bir şirket olarak kurulması önerilmiştir. Kurulması öngörölen fon özkaynak ve yabancı kaynaklardan oluşan 40-60 Milyon \$ lık bir kaynağa sahip olacaktır. Yabancı kaynaklar (ki fonun % 35'ini oluşurmaktadır) Dünya Bankası'ndan kredi olarak sağlanacak ve yalnızca fondan verilecek uzun vadeli krediler için kullanılacaktır. Fonun özkaynak bölümünü oluşturacak sermaye katkısı ise, özel sektör bankaları ve şirketleri (% 25) IFC (% 15) ve yatırım bankaları (% 25)'nden sağlanacaktır. Ancak böyle bir Fonun oluşumu gerekleřmemiřtir⁷⁷.

⁷⁵ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s.192.

⁷⁶ Ülkü Dağdelen, a.g.e. s.60-62.

⁷⁷ Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s.192.

6.4. Küçük Ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı

KOSGEB, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı ile ilgili küçük ve orta ölçekli işletmelerin desteklenmesine ilişkin olarak 20.4.1990 tarih ve 20498 sayılı Resmi Gazete'de yayınlanan "Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun" gereği kurulan tüzel kişiliğe haiz bir kamu kurumudur. Bu kanunun 2.maddesine göre; 1-50 arası işçi çalıştıran sanayi işletmeleri küçük sanayi işletmeleri, 51-150 arası işçi çalıştıran Sanayi İşletmeleri de orta ölçekli sanayi işletmesi kabul edilmiştir. Yine aynı Kanununun 3. maddesine göre de işletmelerinin büyüklük ve mahiyetlerini, günün ekonomik ve sosyal şartlarına göre değiştirmeye Bakanlar Kurulu yetkili kılınmıştır⁷⁸.

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 oluşturmaktadır⁷⁹.

- 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:

⁷⁸ Serdar Eser, Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1990, s.10.

⁷⁹ Hilmi K. Atilla, KOSGEB ve Beklentilerimiz, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı 308, 1991, s. 17-19.

- 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 imkanları 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 değerlendirilecek, verimlilik oranı yükselecek,
- Nitelikli insangücü çoğalacak,
- Sermaye birikimi sağlanarak, borsa faaliyetlerine dolayısıyla ekonomiye canlılık gelecektir.

6.5. Türkiye Halk Bankası

Halk Bankası; esnaf, sanatkar ve küçük ölçekli sanayicilere destek olmak amacıyla kurulmuştur. 1993 yılının Şubat ayında, Halk Bankasına, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından 500 milyarlık bir fonun risk sermayesi yatırımlarında kullanılmak üzere tahsis edileceği belirtilmiş ancak daha ileriki tarihlerde bu düşünce gerçekleştirme aşamasına gelmemiştir⁸⁰.

Türkiye'de KOBİ'ler alanında uzmanlaşmış tek banka olarak Halkbank'ın Risk Sermayesi konusunda belli görevler ve işlevler üstlenmesi doğal görülmektedir. Ancak bütün bu avantajlar, Halkbank'ın kendi bünyesinde bir risk sermayesi bölümü kurarak (diğer ülkelerde olduğu gibi) risk sermayesi faaliyetinde bulunması için yeterli değildir. Çünkü, özellikle yüksek teknolojiyi temelinde geliştirilmiş bir yöntem olan risk sermayesi olayında yatırım yapılacak proje veya firmaların teknik açıdan seçimi ayrı bir uzmanlık 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

⁸⁰ Cahit Uyanık, "Risk Sermayesi Nisan'da Geliyor", Panorama, 27 Şubat 1993, s.17-18.

mümkün olabilir. Kurulacak risk sermayesi şirketlerine Halkbank'ın sermaye yatırarak ortak olması Halkbank'dan asıl beklenen girişim olacaktır. Halkbank'ın, sermaye katkısını bankacılık hizmetleri, danışmanlık, eğitim gibi faaliyetlerle desteklemesi de ayrıca söz konusu olabilecektir⁸¹.

6.6. İslam Bankaları

Ülkemizde son yıllarda kurulmuş olan İslam Bankaları felsefeleri gereği risk sermayesi yatırımlarına yönlendirilebilecek kuruluşlardır. Bu bankaların mudaraba ve müşaraka ortaklıkları çerçevesinde risk sermayesi fonları oluşturmalarını özendirici düzenlemeler yapılabilir. Ancak İslam Bankalarının risk sermayesi sektöründe kullanılmasında en önemli engel, risk sermayesi yatırımlarının seçiminin ve desteklenmesi sürecinin uzmanlık işi olmasıdır. Bu nedenle İslam Bankalarının doğrudan Muşaraka-Mudaraba yatırımı yapmasından çok bu bankaların kurulacak risk sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini alarak, uzman kuruluşlara finansal destek sağlanması daha makul görünmektedir. Bilindiği gibi, Mudaraba ortaklığında sermaye sahibi sermayesini güvendiği birisine işletmek ve kar sağlamak amacı ile verir ve elde edilen kar aralarında bölüşülür. Muşaraka ortaklığında ise sermayeyi işleten de kullanılan sermayeye katılımda bulunmaktadır. Yani her iki taraf ortaya sermaye koymaktadır. Karın bölüşümü taraflar arasındaki anlaşmaya göre yapılmaktadır⁸².

6.7. Türkiye Kalkınma Bankası

TKB, "İşçi 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

⁸¹ Ülkü Dağdelen, a.g.e., s. 65.

⁸² Tülay Zaimoğlu, a.g.e., s.195.

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 sahiptir⁸³.

Aşağıda belirtilen kalkınma bankalarının görevlerine bakıldığında, TKB'nin yukarıda sayılan görevleri rahatlıkla yerine getirebilecek bir yapıya sahip olduğu belirtilebilir⁸⁴.

- Sektör çalışmaları yaparak karlı ve verimli yatırım alanlarını saptamak ve yatırımların bu alanlara yönelmesini teşvik etmek veya bizzat bu alanlara yatırım yapılmasına öncülük etmek.
- Yatırım yapmak isteyen kişi ve kuruluşlara gerek proje hazırlama, gerekse proje uygulama aşamalarında teknik ve idari yardımda bulunmak, danışmanlık yapmak,
- 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,
- Sanayileşmiş ülkeler ile uluslararası kuruluşlardan teknik yardım ve finansman desteği sağlamak.

TKB'nin proje değerlendirmeye konusundaki birikimi ise, girişimcilere "iş planı" hazırlama konusunda destek sağlama şeklinde değerlendirilebilir.

⁸³ Nurhan Kaur, Risk Sermayesi ve Türkiye'ye Getirilmesi, Türkiye Kalkınma Bankası, Uzmanlık Tezi, Ankara, 1991, s. 78-79.

⁸⁴ H. Tahsin Emek, "Kalkınma ve Yatırım Bankacılığı", Yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi II, Ankara, Eylül 1991, s.2.

7. VAKIF RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIĞI

I. Şirket Hakkında Bilgiler:

Ünvanı	:	Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
Merkezi	:	Ankara
Kuruluş Tarihi	:	22.04.1996
Faaliyet Konusu	:	Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
Çıkarılmış Sermaye	:	500.000.000.000 T.L.

Şirketin halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdadır:

Ortağın Adı,Soyadı / Ünvanı	Halka Arz Öncesi (Milyon T.L.)	(%)	Halka Arz Sonrası (Milyon T.L.)	(%)
T. Vakıflar Bankası T.A.O.	249.000	99,60	311.500	62,30
Güneş Sigorta A.Ş.	250	0,10	250	0,05
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	250	0,10	250	0,05
Vakıf Deniz Fin. Kir. A.Ş.	250	0,10	250	0,05
Vakıf-KOBİ Arşt. Ve Dan. A.Ş.	250	0,10	250	0,05
Halka Arzedilen	-	-	187.500	37,5
Toplam	250.000	100,00	500.000	100,00

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş., Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VIII, No:21 sayılı tebliği kapsamında 22.04.1996 tarihinde kurulmuştur. Bu tebliğ 06.10.1998 tarihinde Seri VI, No:10 sayılı tebliğ ile değiştirilmiştir. Şirket faaliyetlerini bu tebliğe istinaden sürdürmektedir.

Şirket, Kurul'un risk sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemelerinde yazılı amaç ve konularla iştigal etmek üzere kurulmuş olup, faaliyet esasları, yönetim ilkeleri

ve tasfiyelerine dair hususlarda yukarıda tanımlanan tebliğ ile belirlenmiş olan mevzuat hükümlerine tabidir. Risk sermayesi yatırım ortaklıklarının kazançları, Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 8/4-c maddesi uyarınca kurumlar vergisinden istisna tutulmuştur.

II. Halka Arza İlişkin Bilgiler

i) Halka Arz:

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Şirket)'nin, 2 Trilyon TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 250 milyar TL olan çıkarılmış sermayesinin 500 Milyar TL'na artırılmasında nakit karşılığı artırılan ve ortakların rüçhan haklarını kullanacakları 62,5 Milyar TL nominal değerli ve ortakların rüçhan hakları kısıtlanarak halka arz edilecek olan 187,5 milyar TL nominal değerli 2. Tertip hisse senetleri Sermaye Piyasası Kurulu'nun 19.06.2000 tarih ve RSY0.11972 sayılı kayıt belgesi ile Kurul kaydına alınmıştır. Şirket sermayesinin % 37,5'ini temsil eden 187,5 Milyar TL nominal değerli hisse senetleri sözkonusu kayıt belgesine dayanılarak 1.000,-TL. nominal değerdeki beher hisse için 2.800,-TL fiyattan, 29.06.2000-30.06.2000 tarihlerinde sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle halka arz edilmiştir.

Sözkonusu halka arza Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş. "Bakiyeyi Yüklenim" yöntemi ile aracılık etmiştir.

İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nin "Yatırım Ortaklıklarına Ait Hisse Senetlerinin Kotasyonu" başlıklı 11. Maddesine göre, yatırım ortaklıklarınca ihraç edilen hisse senetleri 9. Maddenin (A) bendinde yazılı şartlar aranmaksızın SPK'nun yazılı isteği ile Borsa kotuna alınmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu 23.06.2000 tarih ve KYD-626/8055 sayılı yazısı ile, Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'nin hisse senetlerinin Kotasyon Yönetmeliği'nin 11. maddesi uyarınca işlem görmesini teminen Borsa Kotu'na alınmasını talep etmiştir.

Halka arz sonuçlarına ilişkin olarak Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin 03.07.2000 tarihli yazısında, 29-30.06.2000 tarihleri arasında halka arzedilen toplam 187,5 Milyar TL tutarlı hisse senetlerinin tamamının 1.968 adet yurtiçi yatırımcı tarafından satın alındığı bildirilmiştir.

Halka arzdan hisse senedi alan yatırımcıların tahsisler bazında dağılımı ise aşağıdaki şekilde gerçekleşmiştir:

Yatırımcı Grubu	Satılan Nominal (Milyon T.L.)	Satış Dağılımı (%)	Yatırımcı Sayısı
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	87.500	46,66	1.940
Yurtiçi Alım gücü Yüksek Bireysel Yatırımcılar*	100.000	53,34	28
TOPLAM	187.500	100,00	1.968

* Alımgücü Yüksek Bireysel Yatırımcılar, 1.000 Lot ve üzerinde talepte bulunan yatırımcılar olarak tanımlanmıştır.

Sözkonusu hisse senetlerinin % 5'inden fazlasını satın alan kişilere ilişkin bilgiler aşağıdaki gibidir.

Gerçek / Tüzel Kişinin Adı, Ünvanı	Satın Alınan Nominal Tutar (Milyon T.L.)
Erhan Polat	10.000
İsa Eyüpoğlu	10.000
Beşir Kemal Yardımcı	15.000
TOPLAM	35.000

ii) Ortaklığın Sağlayacağı Tahmini Nakit Girişi ve Kullanım Yerleri:

Şirketin halka arzdan elde edilecek gelirin kullanım yerine ilişkin açıklama aşağıda verilmektedir.

- “Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin 12 Mayıs 2000 tarihli portföy tablosuna göre nakit varlığı 480.191.264.679 T.L. dir.
- İştirakleri içinde yer alan Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.’nin sermayesi 10 milyar T.L.’dan 10 trilyon T.L.’na arttırılmıştır.
- Bu arttırım sonucu Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.’nin % 15 ortaklığı karşılığında ödenmesi gereken sermaye arttırım tutarı 1.499 milyar T.L. olup, bunun % 25’lik ilk apel karşılığı ödemesi (374.625 milyon T.L.) gerçekleştirilmiş bakiye 1.123.875 milyon T.L. ise 2001 yılı nisan ayına dek şirket yönetim kurulunun alacağı kararlar çerçevesinde ödenecektir.
- Sonuç olarak, halka arz edilecek gelirlerin, Vakıf Risk’in portföyünde bulunan nakit mevcuduna ilave edilerek Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.’ne olan sermaye borcunun ödenmesinde kullanılması planlanmaktadır.”

iii) Hisse Senetlerine İlişkin Bilgiler:

Şirket sermayesini temsil eden hisse senetlerinin dökümü aşağıda yer almaktadır.

Nama / Hamiline	Grubu	İmtiyazlı / İmtiyazsız	Pay Nominal Değeri (T.L.)	Toplam Nominal Tutar (Milyar T.L.)	Sermaye Oranı (%)
Nama	A	İmtiyazlı	1.000	125	25,00
Hamiline	B	İmtiyazsız	1.000	375	75,00
TOPLAM				500	100,00

Şirketin B grubu hamiline yazılı hisse senetleri halka arz edilmiş olup, A grubu hisse senetlerini temsil eden ortakların şirket yönetim kurulunu oluşturan 7 üyeden 5'ini aday gösterme imtiyazı bulunduğundan A grubu hisse senetleri B grubu hisse senetleri ile aynı sırada işlem göremeyecektir.

Halka arz edilen B grubu hamiline yazılı hisse senetleri üzerinde 1'den 16'ya kadar numaralı yeni pay alma kuponu 2000 yılından 2009 yılına kadar kar payı kuponu bulunmaktadır. Halka arz edilen hisse senetlerinden satın alan ortaklar ilk kez 01.01.2000 – 31.12.2000 dönemi karından temettü alacaklardır.

III. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

i) Projelerin Değerlendirilmesine İlişkin Bilgiler

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı şirketleri bünyesinde sermaye şeklinde oluşturulan fonlar, yüksek gelişme potansiyeli olan firmaların sermaye piyasası araçlarının satın alınması yoluyla orta ve uzun dönemli yatırımlara dönüştürülür. Risk sermayesi yatırım ortaklığı şirketlerinin Girişim Şirketleri'ne yaptıkları özkaynak finansmanı şeklindeki yatırımlar çeşitli aşamalarda olabilir;

- Çekirdek sermaye yatırımı,
- Başlangıç sermayesi yatırımı,
- İlk aşama (Erken aşama),
- İkinci aşama (Geç aşama),
- Üçüncü aşama (Olgunluk aşaması),
- Köprü finansman aşaması
- Satın alma aşaması (Leveraged/Management Buyout)

Girişimci şirketin özkaynak ihtiyacı, miktarı ve içinde bulunduğu özel koşullara bağlı olarak, yukarıda belirtilen aşamaların herhangi birinde yatırım gerçekleştirilebilir.

Şirket bir yatırımını gerçekleştirirken sırasıyla aşağıdaki aşamaları takip etmektedir.

A. Proje Planı: Girişimci, projesine ilişkin yatırım maliyeti, işletme giderleri, pazarlama stratejisi, gelir tahminleri, üretim şekli, yönetim biçimi, yöneticilerin özellikleri, oluşturulması düşünülen mali yapı gibi bilgileri içeren proje planını risk sermayesi şirketine, bu sistem içinde yer almak isteğini belirten bir niyet mektubu ile gönderir.

B. İlk Değerlendirme: Risk Sermayesi şirketi proje planı hazırlanmış başvuruları inceleyerek kendi kurumsal normlarına uygun olanları seçip görüşmeler yapmak üzere girişimcileri davet eder.

C. Birlikte Çalışma: Karşılıklı görüşmeler neticesinde de yapılabilirliği konusunda tarafların mutabık kalması durumunda, girişimci projesi üzerinde detaylı çalışmalar başlar. Bu aşamada, projenin ekonomik, teknik ve mali yönleri en az 5 yıllık dönemler için projeksiyonlar şeklinde izlenir. Fizibilite çalışması yapılır.

D. Değerlendirme: Yapılan çalışmaların neticeleri değerlendirilir. Proje sonuçlarının olumlu çıkması halinde risk sermayesi şirketi projeye katılım koşullarını belirler.

Projenin karlılık oranına bağlı olarak belirlenen koşullar ile Risk Sermayesi şirketinin Proje'ye hangi oran ve şartlarda katılacağı da ortaya çıkar. Daha sonra aşağıdaki işlemler gerçekleştirilir.

1. Yatırım Sözleşmesi: Risk Sermayesi şirketi tarafından belirlenen koşulların girişimci tarafından benimsenmesi ve mutabık kalınması durumunda, taraflar arasında, karşılıklı hak ve yükümlülükleri içeren bir yatırım sözleşmesi düzenlenir. Sermayeye katılım oranları, yatırımın miktarı, yatırımın süresi gibi her türlü detayları kapsayan bu sözleşme bundan sonraki birlikteliğin temelini oluşturur.

2. Gerçekleştirme: Yatırım sözleşmesiyle başlayan birliktelik, tarafların tüm tecrübe ve bilgi birikimlerinin ortak kullanımı ile projenin gerçekleştirilmesi safhasında da devam eder.

3. Yatırımdan Çıkış: Risk sermayesi şirketi tarafından yapılan yatırım Proje'nin önceden belirlenen başarı noktasına gelinmesiyle yine yatırım sözleşmesinde belirlenen şartlarda sona erer. Risk sermayesi şirketi elindeki bu projeye ait menkul kıymetleri devretmek veya halka arz yöntemiyle yatırımdan çıkabilir.

IV) Şirket Portföyünü Oluşturan Şirketler Hakkında Bilgiler

Şirket 22.04.1996 yılında kurulmuş, ilk olarak 15.10.1996 tarihinde Teknoplazma İleri Teknoloji Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Teknoplazma)'ne iştirak etmiş, ancak daha sonra 1999 yılına kadar herhangi bir iştirakte bulunmamış, 10.03.1999 tarihinde İnova Biyoteknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. (İnova)'ne ve 17.02.2000 tarihinde de Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş. (Ortadoğu)'ne iştirak etmiştir. Şirket'in 31.03.2000 tarihli bilançosunun finansal duran varlıklar bölümünde yer alan risk sermayesi kapsamında iştirakte bulunduğu şirketlere ilişkin bilgiler aşağıda verilmektedir.

Bağlı Ortaklıklar ve İştirakin Ünvanı	İştirak Tutarı (Milyon T.L.)	İştirak Oranı (%)
Teknoplazma İleri Teknoloji Malzemeleri San. Ve Tic. A.Ş.	47.010	60,00
İnova Bivoteknoloji San. ve Tic. A.Ş.	126.000	75,00
Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.	493.336	15,00

Teknoplazma İleri Teknoloji Malzemeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Teknoplazma (Girişim Şirketi) 15.10.1996 tarihinde kurulmuştur. Faaliyetlerini KOSGEB Teknoloji Merkezi Bünyesi'nde sürdürmektedir.

Teknoplazma esas olarak sanayide kullanılan özellikle aşınmaya maruz metal aksamların kaplanması ve böylece kullanım sürelerinin uzatılması konusunda faaliyet gösteren bir şirkettir.

Yöntem özetle şu şekilde işlemektedir. Amorf Tıpkı Elmas Karbon (ATEK) Kaplama yöntemiyle, yüksek vakum ortamında metan gazının kimyasal buharlaştırma metodu kullanılarak ayrıştırılması ve elementer karbona dönüştürülmesi biçimindeki kaplama

biçimidir. ATEK kaplamalarının mekanik, fiziksel ve kimyasal özellikleri sentetik elmas kaplamaların özelliklerine benzer. Ancak ATEK kaplamaları elmas kaplamalar da dahil diğer sert kaplamaların aksine daha düşük sıcaklıklarda (150 – 200 °C) değişik malzemelere uygulanabilir. Bu özelliklere ilaveten ATEK kaplamaların yüzeyleri aynı sertlikte bilinen diğer yüzeylerden daha düşük sürtünme katsayısına sahiptir. Yukarıda tanımlanan yöntem sonucu elde edilen özelliklerin endüstriyel kullanımı bulunan tüm metal aksamlara uygulanarak korozyon ve aşınmaya dayanıklı pürüzsüz yüzeylerin elde edilmesi, böylece söz konusu metal aksamların hassasiyetlerinin ve ömürlerinin artırılması mümkün olmaktadır.

Şirketin Girişim Şirketi'nin faaliyetlerine ve planlanan yatırım dönemine ilişkin yazısı aşağıya çıkarılmıştır:

“Şirket halen üretimine devam etmektedir. Ülkenin gerek 1997 ortalarında ortaya çıkan Uzakdoğu krizinin etkisinin dünyaya yayılması sonucu ve gerekse iç siyasi değişiklikler nedeniyle ülke ekonomisinin daralması sonucu tam kapasitede üretime geçilememiştir. Bir tür kriz olarak adlandırılabilir bu dönem, tanıtım ve pazarlama faaliyetlerinin gerçekleştirilmesi amacıyla değerlendirilmiş olup, olumlu neticelerin alınması umulmaktadır. Söz konusu yatırım için planlanmış olan, projede kalma dönemi 6 yıl olarak öngörülmektedir.”

İnova Bioteknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş.

Girişim Şirketi'nin faaliyet konusu, Hepatit B, Hepatit C, HIV vb. gibi hastalıklar ile hamileliğin hızlı bir şekilde teşhis edilmesinde kullanılan tanı kitleri için gereken, nanopartikül, antijen ve antikorların üretilmesi, üretilen nanopartiküller ile antijen ve antikorların konjugasyon yolu ile birleştirilerek tanı kitleri üretilmesidir.

Biyoteknoloji amaçlı kullanımlar için, 2 - 500nm çap ve +/- % 10 tolerans aralığında metalik ve metalik olmayan (Altın, Gümüş ve Polimer) nanopartikül preparat hazırlanması, hazırlanan nanopartiküllerin asit ve tuzdan arınmış ve uygun pH değerinde

stabilize edilmesi, stabilize edilen nanopartikül preparatın 12 aylık raf ömrüne sahip solüsyon haline getirilmesi olarak özetlenebilir.

Sözleşmenin süresi azami 10 yıl olarak belirlenmiştir.

Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.

Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.(Girişim Şirketi) Türkiye'nin ilk Internet servis sağlayıcısı olarak 1993 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi bünyesinde kurulmuş olup halen bu alanda kamu ve özel sektör kuruluşlarına TTNET altyapısını kullanarak Internet servis sağlayıcılığı (ISS) hizmeti sunmaktadır.

1999 yılı başlarındaki bağlantı hızı 2 Mbps (Turnet üzerinden) 2 Mbit/s (uydu ABD üzerinden) iken, 1999 yılı sonunda bağlantı kapasitesi 34 Mbit/s hızına erişmiş bulunmaktadır. Girişim Şirketi faaliyetlerini ODTÜ'nün tüm teknik ve idari desteği ile ODTÜ Kampüsü içindeki merkezinde sürdürmekte olup, Vakıfbank'ın ihtiyaç duyduğu Internet bankacılığı hizmetini banka müşterileri ve piyasaya sağlamaktadır.

Şirket, Ortadoğu Yazılım'a ODTÜ Geliştirme Vakfı'nın sahip olduğu hisseleri satın alarak 01.02.2000 tarihli yönetim kurulu kararı ile iştirak etmiştir.

Girişim Şirketi 03.04.2000 tarihli Genel Kurul toplantısında sermayenin 10.000 milyon TL'ndan 10.000.000 milyon TL'na bedelli olarak artırılmasına karar vermiş, ortaklar mevcut payları oranında sermaye artırımına katılmışlardır. Şirket, sözkonusu sermaye artırımını nedeniyle oluşan 1.498.500 milyon TL yeni pay bedelinden 374.625 milyon TL'nı 04.04.2000 tarihinde ödemiş, kalan tutarın 20.04.2001 tarihine kadar ödenmesine karar vermiştir. Ortadoğu için planlanan yatırım dönemi 10 yıl olarak öngörülmektedir.

V. Personele İlişkin Bilgiler

Şirketin 12.05.2000 tarihi itibarıyla personel sayısı 7 olup, bunların tümü Ankara'da görev yapmaktadır. Şirket'in yönetim kadrosuna ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Şirketin yönetim kuruluna ait bilgiler aşağıdadır.

Ünvanı	Adı,Soyadı	Şirkette Bulunduğu Süre (Yıl)	İş Tecrübesi (Yıl)	Tahsil Durumu
Genel Müdür	Cengiz Erdal	4	20	Üniversite
Genel Müdür Yardımcısı	Hüseyin Karataş	4	14	Üniversite
Muhasebe Yetkilisi	Osman Kılıç	2	20	Üniversite

Ünvanı	Adı,Soyadı	Şirkette Bulunduğu Süre	İş Tecrübesi (Yıl)	Tahsil Durumu
Başkan	Gürkan Çelebican	6 ay	45	Yüksek
Başkan Vekili	Cengiz Erdal	4 yıl	20	Yüksek
Üye	Mahir Aydın	3 yıl	21	Yüksek
Üye	Bünyamin Günal	14 ay	28	Yüksek
Üye	Behman Bayraktar	2 ay	26	Yüksek
Üye	Koray H. Baydan	2 ay	27	Yüksek
Üye	Selahattin Esti	2 ay	12	Yüksek

VI. Kiralanan Gayrimenkullere İlişkin Bilgiler

Vakıf Risk A.Ş. 1996 yılından beri Tunalıhilmî Caddesi 121/4 Kavaklıdere-Ankara adresindeki kiralık büroda faaliyet göstermektedir. Kira sözleşmesi her yıl Mayıs ayının 13'ü olan süre bitiminden önce karşılıklı mutabakatla 1'er yıl olmak üzere uzatılmıştır. Son olarak 13.05.2000 tarihine kadar uzatılmış bulunan kira sözleşmesi uyarınca Şirket, aylık net 320 milyon TL kira ödemektedir. Ancak 2000 yılı Nisan ayında Şirket, mülk

sahibine kira artışı hakkındaki kanun gereği en fazla % 25 kira bedeli artışı yapacağını bildirmiş, kira artış oranı mülk sahibi tarafından az bulunmuş ve kiralama işleminin uzatılmayacağı bildirilmiştir. Konu hakkında Şirket yetkilileri yasa gereği aylık kira bedelini % 25 artırarak ödemeye devam edeceklerini, konu ile ilgili olarak yasal prosedürün gerektirdiği biçimde yöntem izleyeceklerini ifade etmiştir.

8. SONUÇ

Risk sermayesi başarı ile uygulandığı ülkelerde teknolojik gelişime önemli katkılar sağlamakta, ülkelerin uluslararası piyasalardaki rekabet gücünü arttırmaktadır. Sistemin başarı ile uygulanabilmesi, o ülkenin sermaye piyasalarının gelişmişliği, insan kaynağı ve sermaye birikimi ile doğrudan ilişkilidir.

KOBİ'ler, ülkelerin istihdam ve teknolojik gelişimine önemli katkılar sağlamaktadırlar. Dolayısıyla ülke ekonomisindeki ağırlıkları her geçen gün artmaktadır. Küçük ve orta boy işletmelerin risk sermayesi modeliyle gelişmeleri sağlanabilecektir. Modelin, daha önce değinildiği üzere faizsiz ve uzun vadeli fon sağlaması, bu işletmelerin gelişiminde en büyük sorun olan finansman sorununun çözümüne iyi bir alternatif olacaktır.

Risk sermayesi sektörü, ekonomik, sosyal, yapısal farklılıklardan dolayı ülkeler arasında değişiklikler göstermektedir. Yüksek getiri ve riski ifade etmekle birlikte her riski ve getirisi yüksek yatırım risk sermayesi olarak ifade edilmez. Burada amaç, gelişme potansiyeli yüksek olan işletmelerin faaliyete geçmelerine yönelik yatırım yapılmasıdır.

Risk sermayesinin Türkiye'de de başarı ile uygulanması, KOBİ'lerin finansman sorununun giderilmesine alternatif model olacaktır. Sistemin Türkiye koşullarına uyarlanması, Devletin, sistemi destekleyerek teşvik unsurları geliştirmesi, yatırım indirimi, vergi ve teşvik olanakları sunması ile risk sermayesi yatırımı cazip hale gelecektir.

KAYNAKLAR

AET'de Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler, Türkiye İktisadi Kalkınma Vakfı, 1998.

Altıntaş Mustafa, "Ekonomik Bütünleşmeler Gümrük Birliği ve Türkiye, KOBİ'ler Açısından Yaklaşım", KOSGEB Ankara Eğitim Merkezi, 1995.

Atila Hilmi K., KOSGEB ve Beklentilerimiz, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı 308, 1991.

Avrupa Ekonomik Topluluğu Rekabet Kuralları Çerçevesinde Müşterek Teşebbüsler, İktisadi Kalkınma Vakfı, Nisan 1998.

Aysun Güneş, Risk Sermayesi, Seminer Çalışması, İstanbul Teknik Üniversitesi, Ocak 1993.

Barlett Joseph W., Fundamentals of Venture Capital, Madison Books, Maryland 1999.

Barre Henry, Improving Venture Capital Opportunities in Europe, Commission of the European Communities, Proceedings of the Symposium held in Luxembourg, 3-5 Oct. 1984.

Barry Christopher B., Muscarella Chris J., Peavy John W. and Vetsuypens Michael R., a.g.m., (New Patterns in the 1980's, Venture Capital Journal, August 1988.
Corporate Finance Series, Final Workbook,

Dağdelen Ülkü, Risk Sermayesi, Halk Bankası Fon Kredileri Müdürlüğü, Ankara, 1991.
Dış Ticaret Dergisi Sayı:2, 1996.

Emek H. Tahsin, “Kalkınma ve Yatırım Bankacılığı”, yatırım Projelerinin Değerlendirilmesi II, Ankara, Eylül 1991.

Erol Cengiz, “Faizsiz Kredi Modeli”: Venture Capital Finansman Modeli, Bankacılar, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Nisan 1992.

Eser Serdar, Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1990.

EVCA Yearbook, European Venture Capital Association, Zaventem, 1993.

Fazlıoğlu Sayın, Meral-, Akan M., Avrupa Birliğinde KOBİ Destekleme Programları ve Diğer Teşvik Araçları; KOSGEB Bilgi Mekezi, Ocak 1997, Ankara.

http://www.bilisim2000.com.tr/etkinliktr/tubisad_genel.html

<http://www.dso.org.tr/bilgi/kaynak/risksermayesi.html>

<http://www.kobinet.org.tr/hizmetler/bilgibankasi/finans/003d.html>

<http://www.spk.gov.tr/bilgi/risksermayesi.htm>

<http://www.tubitak.gov.tr/btsp/btspd/btyk/kararlar/kara11.html>

İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Atatürk Üniversitesi, Cilt 11, Sayı 3-4, 1997.

İşeri F. Esra, “Risk Sermayesi Ne Zaman Kullanılır?”, Dünya Gazetesi, 31.12.1992.

İşeri F. Esra, Küçük ve Orta Ölçekli Girişimcilerin Umudu: Risk Sermayesi, Dünya Gazetesi, 28.7.1992.

Kaur Nurhan, Risk Sermayesi ve Türkiye'ye Getirilmesi, Türkiye Kalkınma Bankası, Uzmanlık Tezi, Ankara, 1991.

Kepir Murat, Gümrük Birliğine Girerken KOBİ'ler, Türkiye-Avrupa Topluluğu Gümrük Birliği, 1996 Yılı Uygulama Semineri, 1996.

Kuhn Robert Lawrence, Capital Rising and Financial Structure, Volume II of Investment Banking, Richard D. Irwing Inc. Illinois, 1990.

Küçük İşletmelerin Finansman ve Yönetim Sorunları, İstanbul Ticaret Odası, Yayın No: 1986-13, İstanbul, 1986.

Küçükçolak R. Ali, Kobi'lerin Finansman Sorununun Sermaye Piyasası Yoluyla Çözümü, İMKB, İstanbul, 1998.

Küreselleşme ve Gümrük Birliği, İTO Yayınları, No: 1996-32.

Lorenz Tony, Venture Capital Today, Woodhead-Faulkner, 2nd ed., London, 1989.

Müftüoğlu Tamer, Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri, Konrad-Adenauer Vakfı, Ankara, 1989.

Nas Nesrin Peker, Oktar Suat, Gelişmekte Olan Ülkelerde Küçük İşletmeler, İstanbul Sanayi Odası Dergisi, Sayı: 254, Nisan 1987.

Nurgül R.CHAMBERS, Risk Sermayesi Fonunun oluşturulması, Mükellefin Dergisi, Nisan 2000.

OECD, Globalization and Small and Medium Entreprises (SMEs), Volume I, 1997.

Pierre Vinde V., General Introduction to Environment for SMEs, OECD, 1995.

Projeniz Olsun Yeter, Yeni Binyıl, 3.3.2000, s.4.

Risk Sermayesi, Globus, 8.2000,

Risk Sermayesi, Nokta, 2-8 Temmuz 2000.

Risk Sermayesi Nasıl İkna Edilir, Power Dergisi, 8, 2000.

Risk Sermayesi ve İşleyişı, Mükellefin Dergisi, Nisan 2000.

Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, TOBB, 1996.

Uyanık Cahit, "Risk Sermayesi Nisan'da Geliyor", Panorama, 27 Şubat 1993.

Yükselen Cemal, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Pazarlama Etkinliğinin Artırma Sorunu, Dünya Gazetesi, 1.7.1993.

Zaimoğlu Tülay, Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama olanakları, Ankara, 1995.