

**T.C.**  
**İSTANBUL OKAN ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**RİSK SERMAYESİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

**Aysu TUNA**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**  
**İŞLETME PROGRAMI**

**DANIŞMAN**  
**Prof. Dr. Halit Targan ÜNAL**

**İSTANBUL, Nisan 2019**

**T.C.**  
**İSTANBUL OKAN ÜNİVERSİTESİ**  
**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**RİSK SERMAYESİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI**

**Aysu TUNA**  
**(Enstitü No:122019023)**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**  
**İŞLETME ANABİLİM DALI**  
**İŞLETME PROGRAMI**

**DANIŞMAN**  
**Prof. Dr. Halit Targan ÜNAL**

**İSTANBUL, Nisan 2019**

T.C.  
İSTANBUL OKAN ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

RİSK SERMAYESİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Aysu TUNA  
(Enstitü No: 122019023)

YÜKSEK LİSANS TEZİ  
İŞLETME ANABİLİM DALI  
İŞLETME PROGRAMI

Tezin Enstitüye Teslim Edildiği Tarih :

Tezin Savunulduğu Tarih :

Tez Danışmanı : Prof. Dr. Halit Targan ÜNAL

Diğer Jüri Üyeleri : Dr. Öğretim Üyesi Bülent GÜNCELER

: Dr. Öğretim Üyesi Hakan BEKTAŞ



İSTANBUL, Nisan 2019

# İÇİNDEKİLER

<b>ÖZET .....</b>	<b>V</b>
<b>ABSTRACT .....</b>	<b>VI</b>
<b>KISALTMALAR .....</b>	<b>VII</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ .....</b>	<b>VIII</b>
<b>TABLO LİSTESİ.....</b>	<b>IX</b>
<b>BÖLÜM 1 GİRİŞ VE AMAÇ .....</b>	<b>1</b>
<b>BÖLÜM 2 BÖLÜM RİSK SERMAYESİ KAVRAMI VE TEORİK ÇERÇEVESİ.....</b>	<b>3</b>
2.1. RİSK SERMAYESİNİN TANIMI .....	3
2.2. RİSK SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ .....	4
2.3. RİSK SERMAYESİNİN ORTAYA ÇIKIŞI .....	5
2.4. RİSK SERMAYESİNİN TARAFLARI .....	8
2.4.1. Risk Sermayesi.....	8
2.4.2. Mucit .....	9
2.4.3. Girişimci.....	9
2.4.4. Risk Sermayedarı .....	9
<b>BÖLÜM 3 RİSK SERMAYESİ MODELİNDE RİSK FAKTÖRLERİ .....</b>	<b>10</b>
3.1. RİSK SERMAYESİNDE RİSKLER .....	10
3.1.1. Teknolojik Risk.....	10
3.1.2. Yönetim Riski .....	10
3.1.3. Finansman Riski.....	10
3.1.4. Pazarlama Riski .....	10

3.1.5. Üretim Riski.....	10
3.1.6. Demode Olma Riski.....	11
3.2. RİSK SERMAYESİ FON KAYNAKLARI .....	11
3.3. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN İŞLEYİŞİ .....	13
3.4. RİSK SERMAYESİ ŞİRKET TÜRLERİ .....	16
3.4.1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri .....	16
3.4.2. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri .....	16
3.4.3. Finansal Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri.....	16
3.4.4. Finansal Olmayan Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri .....	17
<b>BÖLÜM 4 RİSK SERMAYESİ MODELİNİN YATIRIM AŞAMALARI VE İŞLEYİŞİ .....</b>	<b>18</b>
4.1. ÇEKİRDEK SERMAYESİ VE AR-GE FİNANSMANI..	20
4.2. BAŞLANGIÇ SERMAYESİ .....	20
4.3. ERKEN AŞAMA FİNANSMANI VE GEÇİT FİNANSMANI .....	21
4.4. GELİŞME VE BÜYÜME SERMAYESİ .....	21
4.5. KÖPRÜ FİNANSMANI VE ARA FİNANSMAN .....	21
4.6. ŞİRKET VARLIKLARININ SATIN ALINMASI.....	22
4.7. YATIRIMDAN ÇIKIŞ.....	22
<b>BÖLÜM 5 RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN ÇALIŞMA YÖNTEMLERİ .....</b>	<b>24</b>
5.1. İŞ KOLU SEÇİMİ.....	24
5.2. YATIRIM HACMİ.....	24
5.3. YATIRIM STRATEJİSİ .....	25
5.4. FAALİYET ALANLARININ YARATILMASI .....	25

5.4.1. Doğrudan Pazarlama.....	25
5.4.2. Dolaylı Pazarlama.....	25
5.4.3. Haber Kaynakları.....	26
<b>BÖLÜM 6 RİSK SERMAYESİ MODELİNİN İŞLEYİŞİ VE TEKNİK YAPISI.....</b>	<b>27</b>
6.1. İŞ PLANI HAZIRLANMASI VE İNCELENMESİ.....	27
6.2. PROJE SAHİBİ İLE RİSK SERMAYEDARI ARASINDAKİ İLİŞKİLER.....	29
6.3. PROJE DEĞERLENDİRME KRİTERLERİ.....	29
6.4. RİSK SERMAYESİ YATIRIMIN FİYATLANDIRILMASI .....	31
6.5. RİSK SERMAYEDARI İLE GİRİŞİMCİ ŞİRKETİ BAĞLAYAN YATIRIM SÖZLEŞMELERİ.....	32
6.6. RİSK SERMAYESİ YATIRIMININ HUKUKİ PROSEDÜRÜ .....	33
<b>BÖLÜM 7 RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARINA ÜLKE ÖRNEKLERİ .....</b>	<b>35</b>
7.1. GELİŞEN ÜLKELERDE RİSK SERMAYESİ FON KAYNAKLARI .....	36
7.2. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİNDE RİSK SERMAYESİ.....	39
7.2. İNGİLTERE'DE RİSK SERMAYESİ .....	41
7.3. ALMANYA'DA RİSK SERMAYESİ .....	42
7.4. JAPONYA'DA RİSK SERMAYESİ.....	44
7.5. İSRAİL'DE RİSK SERMAYESİ .....	45
<b>BÖLÜM 8 TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ UYGULAMASI .....</b>	<b>46</b>

8.1. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETLERİ .....	48
8.1.1. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ....	48
8.1.2. İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	49
8.1.3. Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı.....	51
8.2. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ’Nİ DESTEKLEYEN DİĞER KURULUŞLAR.....	51
8.2.1. Teknoloji Geliştirme Projesi .....	51
8.2.2. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı .....	52
8.2.3. Türkiye Halk Bankası.....	52
8.2.4. Türkiye Kalkınma Bankası.....	52
8.3. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİNİN GELİŞMEMESİNİN NEDENLERİ VE ALINACAK ÖNLEMLER .....	53
8.3.1. Gelişmemesinin Nedenleri .....	53
8.3.2. Alınacak Önlemler ve Öneriler .....	54
8.3.3. Risk Sermayesinin Hukuki Boyutları .....	55
<b>BÖLÜM 9 SONUÇ VE ÖNERİLER.....</b>	<b>56</b>
<b>KAYNAKLAR .....</b>	<b>60</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ .....</b>	<b>63</b>

# ÖZET

## RİSK SERMAYESİ VE TÜRKİYE UYGULAMASI

Bu çalışma da risk sermayesi kavramı kapsamlı bir şekilde ele alınarak Dünya ve Türkiye uygulaması incelenmiştir. Bu çerçevede risk sermayesinin tanımı, özellikleri ve işleyişi hakkında bilgi verilmiştir. Dünya da risk sermayesi finansman modelinin ortaya çıkışı incelenmiş ve ülke örnekleri analiz edilmiştir. Risk sermayedarı girişimci şirkete yatırımı gerçekleştirirken aldığı riskler, yatırımdan sonra gerçekleştirdiği yatırım aşamaları ve fon kaynakları açıklanmıştır. Risk sermayesi modelinin yatırım aşamaları, girişimci şirketler ile gerçekleştirdikleri ortaklık neticesinde kullandıkları finansman türleri açıklanmıştır. Risk sermayesi ülke örnekleri kapsamında Türkiye uygulaması incelenmiştir. Risk sermayesinin Türkiye'deki yasal altyapısı, işleyişi analiz edilmiştir.

**Anahtar Kelimeler** : Risk Sermayesi, Girişimcilik, Mucit, İnovasyon

**Tarih** : Nisan 2019



# **ABSTRACT**

## **VENTURE CAPITAL AND TURKEY APPLICATION**

In this study, the concept of risk capital in a comprehensive manner by considering the application of the World and Turkey were examined. In this framework, information about the definition, characteristics and operation of venture capital is given. The emergence of the venture capital financing model in the world was examined and the country samples were analyzed. Risks taken from the venture capital entrepreneur company and the investment phases and sources of funds that were made after the investment were explained. The investment phases of the venture capital model and the types of financing they use as a result of their partnership with entrepreneur companies are explained. Turkey within the scope of the venture capital practice samples were analyzed countries. legal infrastructure of venture capital in Turkey, the operation was analyzed

**Key Words** : **Venture Capital, Entrepreneurship, Invertor, Innovation**

**Date** : **April, 2019**

## KISALTMALAR

<b>AR-GE</b>	: Araştırma ve Geliştirme
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>SBA</b>	: K İşletmeler Dairesi
<b>OECD</b>	: Ekonomik İş birliği ve Kalkınma Teşkilatı
<b>EVCA</b>	: Avrupa Risk Sermayesi Birliği
<b>KOBİ</b>	: K ve Orta Blkteki İşletmeler
<b>NVCA</b>	: Amerikan Risk Sermayesi Birliği
<b>TDA</b>	: Teşebb Destekleme Ajansı
<b>KOSGEB</b>	: K ve Orta ekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
<b>RS</b>	: Risk Sermayesi
<b>RSYO</b>	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurumu
<b>TTK</b>	: T Ticaret Kanunu
<b>TTAK</b>	: Tye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu

# ŞEKİL LİSTESİ

## Sayfa No

Şekil 1 Risk Sermayesi ve Süreci .....	4
Şekil 2 Risk Sermayesinde Taraflar ve İlişkiler .....	8
Şekil 3 Risk Sermayesi Modelinin İşleyişi.....	14
Şekil 4 Risk Sermayesinin Aşamaları ve Finansman Türleri .....	18
Şekil 5 Risk Sermayesinin Yatırım Aşamaları .....	23
Şekil 6 Risk Sermayesi (Milyon ABD Doları 2008).....	41



# TABLO LİSTESİ

## Sayfa No

<b>Tablo 1</b> Yatırımcı Tipi Risk Sermayesi Yatırımları.....	7
<b>Tablo 2</b> Yatırım Yapılan Sektör Bakımından Risk Sermayesi Yatırımları.....	7
<b>Tablo 3</b> Risk Sermayesinin Sağladığı Avantajlar .....	13
<b>Tablo 4</b> Yatırım Aşamalarının Zaman/Risk Tablosu .....	19
<b>Tablo 5</b> İş Planı İçeriği .....	28
<b>Tablo 6</b> İş Planı Finansal Analiz Bölümü .....	29
<b>Tablo 7</b> Tyebjee&Bruno Premus'un Karşılaştırmalı Proje Değerlendirme Kriterleri....	30
<b>Tablo 8</b> Wells ve Poindexter'in Değerlendirme Faktörleri .....	30
<b>Tablo 9</b> Amerika ve Avrupa'da 1995-1999 Yılları Arasında Özel İştirak/Risk Sermayesi Kaynakları.....	37
<b>Tablo 10</b> Asya'da 1999 Yılında Yapılan Özel İştirak /Risk Sermayesi Yatırımlarının Kaynakları.....	37
<b>Tablo 11</b> Avrupa Birliği Ülkelerinin Risk Sermayesi Yatırımları Sıralaması .....	38
<b>Tablo 12</b> Amerika'da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı .....	40
<b>Tablo 13</b> Amerika, İngiltere ve Türkiye'de Risk Sermayesi ve Fon Kaynakları .....	48
<b>Tablo 14</b> Vakıf Risk Sermayesinin Ortaklık Yapısı .....	49
<b>Tablo 15</b> İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının Ortaklık Yapısı.....	50
<b>Tablo 16</b> İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı'nın Yatırımları .....	50
<b>Tablo 17</b> Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının Yatırımları.....	51
<b>Tablo 18</b> Türkiye'nin Dünya'daki Risk Sermayesi Yatırımları Sıralaması .....	54

# BÖLÜM 1 GİRİŞ VE AMAÇ

Girişimcilere kredi, teşvik sağlayan finansman yöntemine risk sermayesi denir. Risk sermayesi yenilikçi, hedefleri olan vizyon sahibi olabilecek küçük işletmelere gerekli finansman kaynakların sağlanması konusunda destek sağlar. En belirgin özelliği, küçük işletmelere sağlamış olduğu yatırım finansmanları dışında büyüme yatırımlarının finansmanında da uygulanmaktadır. Risk sermayesinde var olan risk yeni bir ürün icadı ve aynı zamanda piyasada tutulma riskidir. Bu amaçla yüksek riskin yüksek karlılık sağlayacağı düşünülen bu modelde alınan riskin başarıya dönüşmesi durumunda bu şirketlere finansman sağlayan yatırımcılara büyük kâr marjı sağlar. Teknolojik gelişmeyi amaçlayan ülkelerde bu model etkin bir araç olarak kullanılmıştır. Risk Sermayesinin temeli ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'n de atılmış İngiltere ve Japonya ise gelişme göstermiştir. Özellikle 1990 yılların ikinci yarısından itibaren sağlanan risk sermayesi fonlarında artış gözlenmiştir. Dünya da bu modelin geliştiği ülkelerde devlet desteği önemli rol oynamaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ise risk sermayesi yatırımları çok kısa bir geçmişe sahiptir. Türkiye'de bu konuda ilk yasal düzenleme 1993'te yapılmıştır. Bu gelime doğrultusunda ülkemizde ilk girişim sermayesi yatırım ortaklığı 1996 yılında kurulmuştur. Bu gecikmenin birçok nedeni bulunmaktadır. Temel nedeni ise ülkemiz ekonomisinde uzun yıllar devam eden istikrarsız yatırımın ortamının yatırımcılar açısından taşıdığı yüksek risklerdir.

Bu çalışma da risk sermayesi kavramı kapsamlı bir şekilde ele alınarak Dünya ve Türkiye uygulaması incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde; risk sermayesinin tanımına yer verilerek özellikleri işleyişi hakkında bilgi verilmiştir. Dünya da risk sermayesi finansman modelinin ortaya çıkışı incelenmiş olup, risk sermayesi modelinin tarafları açıklanmıştır.

Üçüncü bölümde; risk sermayedarı girişimci şirkete yatırımı gerçekleştirirken aldığı riskler, yatırımdan sonra gerçekleştirdiği yatırım aşamaları ve fon kaynakları açıklanmıştır.

Dördüncü bölümde; risk sermayesi modelinin yatırım aşamaları, girişimci şirketler ile gerçekleştirdikleri ortaklık neticesinde kullandıkları finansman türleri açıklanmıştır.

Beşinci bölümde; risk sermaye şirketlerinin çalışma yöntemleri açıklanmış olup, girişimci şirketlerden gelen teklifleri, yatırım yapacakları iş kolunu belirleyebilmeleri açısından izleyecekleri yöntemi, yatırımın hacmi ve stratejisi, faaliyet alanlarının yaratılması, doğrudan pazarlama ve dolaylı yoldan pazarlama ilkesiyle seçimi anlatılmıştır.

Altıncı bölümde; girişimci şirketler tarafından hazırlanan projelerin risk sermaye şirketlerine değerlendirmeleri için hazırlamaları gereken iş planı içeriği hakkında bilgi verilmiş olup, risk sermayesi şirketlerinin proje kabulünden sonra girişimci şirket ile yapacağı yatırım sözleşmelerine yer verilmiştir.

Yedinci bölümde; risk sermayesi finansman modelinin ülkelerde gelişimine yer verilerek, Amerika Birleşik Devletleri, İngiltere, Almanya, Japonya ve İsrail ülkelerinde ki çalışmaları incelenmiştir

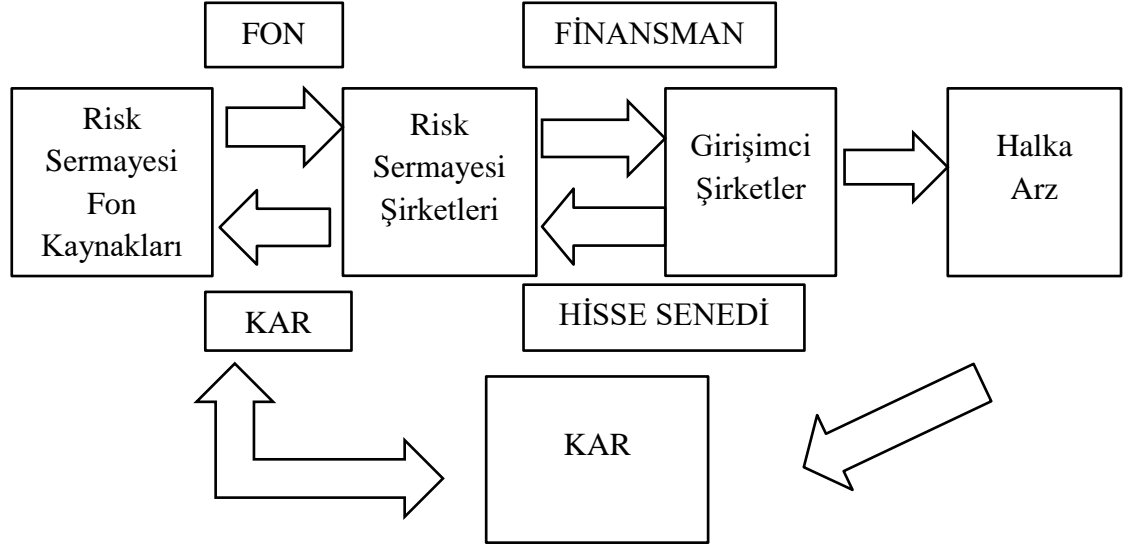
Sekizinci bölümde; risk sermayesi modelinin Türkiye' deki gelişimine yer verilmiştir. Türkiye risk sermayesi finansman modelinin gelişimi, yapılan yatırımlar, yatırım ortaklıkları, destekleyen kuruluşlar ve son olarak Türkiye' de gelişmemesinin nedenleri açıklanarak alınacak önlemlerden bahsedilmiştir.

# BÖLÜM 2 BÖLÜM RİSK SERMAYESİ KAVRAMI VE TEORİK ÇERÇEVESİ

## 2.1. RİSK SERMAYESİNİN TANIMI

Girişimcilerin özgün fikirlerine, küçük işletmelere kuruluş, ürün tutundurma, büyüme ve iyileştirme aşamalarında öz sermaye ortaklığı, kredi artırımı veya sadece yönetimde destek şeklinde geliştirilen finansman yöntemine “risk sermayesi” denir. (İşeri, 2001:11) Risk Sermayesinin diğer özelliği ise yenilikçi, üretken, yüksek potansiyel gücüne sahip ancak yatırım için gerekli finansal kaynağı sağlamada sıkıntı çeken girişimcilerin ihtiyaçlarını karşılamaya yönelik olarak kurumsal yatırımcılar tarafından yapılan yatırımlar anlamına gelir. Başka bir deyişle şirketlerin başlangıç sermayeleri için iyi bir kaynak olma özelliğine sahip olup hızlı büyüme gösterebilecek yüksek karlılık potansiyeli olan şirketlere yatırım yapar. Risk sermayesi yatırımı yapan şirketler, girişim sermayesi şirketleri yatırım ortaklığı olarak tanımlanır. Aynı zamanda yaratıcı fakat finansal gücünde sıkıntı olan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine fırsat tanıyan yatırım finansman modelidir. (Tuncel, 1995:3). Yatırımcı açısından, farklı bir iş fikrine, gelişme gösterebilecek potansiyele sahip, rekabet üstünlüğü olabilecek, yüksek kazanç getirisi beklenen sektörde finansman ihtiyacı duyan firmalara sağlanan uzun vadeli yatırımlardır. Girişimci açısından ise yenilikçi iş fikirlerini genellikle yüksek maliyete dayalı yatırımlarını hayata geçirebilmek için gerekli olan finansal kaynağı elde etmesidir. (İsabetli, Tuna 2014:33)

Risk sermayesi, SPK mevzuatına göre “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Sermaye Piyasası Kurulu'nun izni ile kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye kazancı elde etmek amacıyla çeşitli yatırımlara yönelten halka açık anonim ortaklıklardır. Risk sermayesi yatırım ortaklığına fon sağlayan şahıslar, şirketler, bankalar, sigorta şirketleri, emeklilik fonları, sosyal güvenlik fonları veya ülkemiz örneğinde olduğu gibi oda ve borsalardır.” Risk Sermayesinin amacı, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapmaktır. (Zaimoğlu, 2001:3)



**Şekil 1 Risk Sermayesi ve Süreci**

Kaynak: Bayazıtlı, Özdemir, Çolak, 2015:5

Risk sermayesi, yüksek teknolojiye dayalı yatırım yapan, ülke ekonomisine katma değer yaratacak ürün ve süreçlerin ticarileştirmesi aşamasında gerekli olan finansman ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla geliştirilmiş uzun vadeli yatırımlardır. Şekil 1 'de gösterildiği gibi ticarileştirme potansiyeli olan katma değeri yüksek iş fikirlerine risk sermayesi yoluyla gerekli finansman desteği sağlanmaktadır. En önemli aşama bu şirketlerin borsalarda halka açılması ve hisselerinin işlem görmesidir.

## 2.2. RİSK SERMAYESİNİN ÖZELLİKLERİ

Risk sermayesi finansman modelinin temelinde ortaklık vardır. Ortaklığın bir tarafında girişimciler, diğer tarafında bu girişimcilerin fikirlerini ve projelerini finanse eden yatırımcılar yer alır. Arada ise Risk Sermayesi şirketi vardır. Risk Sermayesi şirketi yatırımcılardan topladığı fonları, desteklemeye karar verdiği girişimcilerin kurduğu şirketin hisse senedine yatırır. (Çonkar, 2007:6) Amaç yeni fikir, ürün ve hizmetlerin desteklenmesidir.

Buna göre risk sermayesinin kendine özgü bazı özellikleri bulunmaktadır. Risk sermayesinin başlıca özellikleri aşağıda sıralanmaktadır (Civan, Uğurlu, 2001:81):

- i.) Risk sermayesi kaynaklarına ihtiyaç duyan girişim şirketlerinin yeni kurulmuş ve küçük olması nedeniyle çevresel faktörlere dayalı belirsizlikler ile karşı karşıyadır.



Bu sebepten dolayı hedefledikleri başarıya ulaşır ulaşmayacakları veya kar elde edip etmeyecekleri belirsiz şirketlerdir. Böyle bir durum risk sermayedarlarının riskli bir yatırıma fon aktarması anlamına geliyor. Öte yandan yatırım yapılan şirketin başarılı olması durumunda hisselerinin beklenen ölçüde değer kazanması halinde ise yatırımın karlı olarak risk sermayedarına geri dönmektedir. (Kaya, 2001:10)

- ii.) Bankacılık sektörünün vade yapısının kısa ve kaynakların sınırlı olması nedeniyle Küçük ve Orta Ölçekli işletmelerin talep ettiği finansmanı yeterli olarak sağlayamamaktadır. Risk sermayesi ise bu girişimler için uzun vadeli kaynak sağlayabilmesi nedeniyle bu tür işletmelerin yatırım faaliyetlerini destekleyici niteliktedir. (Akkaya, İçerli, 2001:69) Ayrıca küçük işletmelerin geleneksel hisse senedi piyasasında öz kaynak sağlama imkanları da son derece sınırlıdır. Bu nedene risk sermayesi bir adım öne çıkmaktadır. (Çonkar, 2007:8)
- iii.) Risk sermayesi yatırımlarının kapsamında herhangi bir sınır yoktur. Girişimci, aynı zamanda bilgi birikimini ve tecrübesini kullanabilmekte ve firmanın, kuruluşuna ve yönetimine katılmaktır. (Zaimoğlu, 2001:4)
- iv.) Her yatırımda olduğu gibi böyle bir yatırımda da yatırımcı için risk söz konusudur. Projeler sağlıklı bir değerlendirme sürecinden geçirilerek risk azaltabilir. (Zaimoğlu, 2001:4)
- v.) Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli. Vadeler ağırlıklı olarak 5 ve 10 yıl arasında değişebilmektedir. (Zaimoğlu, 2001:4)
- vi.) Risk sermayesi yatırımları yüksek teknoloji alanlarına yapılabileceği gibi, firmanın gelişme sürecinin herhangi bir aşamasında da yapılabilir. (Zaimoğlu, 2001:4)
- vii.) Risk sermayesi şirketi yatırım yapılan işletmenin yönetim kurulunda yer alabileceği gibi yönetim dışında da kalabilir. (Kuğu, 2004:145)

### **2.3. RİSK SERMAYESİNİN ORTAYA ÇIKIŞI**

Risk sermayesi finansmanı ilk olarak ABD’de uygulanmaya başlandı, sonrasında birçok gelişmiş olan ülkede kullanılmaya başlandı. ABD’den sonra risk sermayesinin hızla geliştiği ülkelerin başında Japonya ve İngiltere geliyor. (Zaimoğlu, 2001:7)

Risk sermayesinin gelişimi İkinci Dünya Savaşı’na kadar dayanıyor. İkinci Dünya Savaşı’ndan sonra ki dönemde yeni endüstri alanlarına yatırım yapmak isteyen John D.

Rockefeller Mc Donnell Aircraft'ı 1943'de finanse ederek böylelikle risk sermayesinin ortaya çıkışı İkinci Dünya Savaşı sonrası New England'da Harvard Business School'un profesörlerinden "General" George Doriot'a atfedilmektedir. George Doriot Harvard'da küçük işletmelerin gelişimini ve finanse edilme gerekliliğini teşvik etmiştir. Bu teşvik neticesinde üniversite teknolojilerinden yararlanarak ortaya çıkan çeşitli yeni işletmeleri büyük yöresel kuruluşlardan finanse eden Amerikan Research and Development Corporation –(ARDC)'nin kurulmasında öncülük etmiştir. Küçük işletme gelişimini teşvik etmek ve finansman sağlanmasına yardımcı olmak amacıyla 1946 yılında ARDC kurulmuştur. Yeni kurulan bir şirketin sadece parayla değil, aynı zamanda yönetsel ve teknolojik yardıma da ihtiyaç duyulabileceği gerçeğinden hareketle ARDC, hem yönetsel, hem de bilimsel sağlayacak bir kadro oluşturmuştur. (İşeri, 1992: 10, 11) Şirket, 1957 yılında bilgisayar firması olan Digital'e 70 bin ABD Doları yatırım yapıyor. Yatırım beklentilerin ötesinde 15 yıl içinde 5 bin kat artarak 350 milyon ABD Dolarına yükseliyor. Digital, başka bir bilgisayar firması olan Compaq ile 1998 yılında birleşme kararı alıyor. Birleşme sonrası Digital firmasının değeri 10 milyar ABD doları ulaşmıştır. (Kaya, 2001:10)

Risk sermayesinin gelişimini sağlayan en önemli gelişme ise 1971 yılında ABD'da Gelişmekte Olan Şirketler Borsası(NASDAQ) kurulmasıdır. Nasdaq, finansman olan küçük ve ortak ölçekli işletmelerin finansman ihtiyacının karşılanmasında büyük rol oynaması amaçlanmıştır. Bugün dünyada başarılı iş fikirlerin kısa vadede dünyada sayılı şirketlere dönüşmesinde Nasdaq'ın büyük payı bulunmaktadır. Sermayedar bu piyasadan hisse senedi alım satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve gerçek bilgi alırken, risk sermayesi ile büyüyen şirketlerde burada kayıt imkânı bularak hisse senedi satımı gerçekleştirebilmektedir. (Kuğu, 2004:144)

1980'lerde ABD risk sermayesi sektöründe gerçekleşen büyük başarılar, bu yöntemin yüksek teknolojiye yeni yatırımlar yoluyla rekabet gücü sağladığı ve istihdamı artırıcı etkisi olduğunun Avrupa'nın dikkatini çekmiştir. 1980'ler den sonra risk sermayesi yenilikçi ve yüksek teknolojiye yönelik yatırımlara ağırlık vererek, ABD'nin rekabet gücünün ve istihdam kapasitesinin artmasına sebep olmuştur. (İşeri, 1992:10-11) ABD'de 1982'li yıllarda yapılan risk sermayesi yatırımlarının toplam tutarı 15 milyar ABD Doları düzeylerinde iken sektörde 1990'lı yıllarda belirgin bir artış yaşanmıştır.

(Kaya: 2001:11) 1980'li yıllarda ABD'de 1,2 milyar ABD Doları ulaşan risk sermayesi fonu tutarı 2000 yılında 60 milyar ABD Dolarının üzerinde gerçekleşmiştir. Yatırımlardaki artış 2000 yılından sonra hız kazanmıştır. 2004 yılında bu tutar yaklaşık 100 milyar ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. (Kuğu, 2004:144)

Gelişimin hızlandığı 2011-2014 yılları arası incelendiğinde dünya genelinde yapılan toplam risk sermayesi yatırımlarında ABD ön sırada yer almaktadır. ABD'yi, Çin ve Hindistan izlemektedir. (Poyraz ve Tepeli, 2016:43)

**Tablo 1 Yatırımcı Tipi Risk Sermayesi Yatırımları**

Yatırımcı Tipi	N	%
Bağımsız Risk Sermayesi	918	55,2
Kurumsal Risk Sermayesi	165	9,9
Bankaya Bağlı Risk Sermayesi	256	15,4
Hükümet	324	19,5
Toplam	1663	100

Kaynak: Poyrazlı ve Tepeli :2016, 44

Tablo 1 incelendiğinde Avrupa' da risk sermayesi yatırımlar incelenmiş olup %55,2'sinin bağımsız risk sermayesi yatırımlarının ilk sırada, %19,5 hükümet yatırımlarının ise ikinci sırada yer aldığı görülmektedir. Bu durumda hükümet desteğinin önemini desteklemektedir. (Poyrazlı ve Tepeli: 2016, 44)

**Tablo 2 Yatırım Yapılan Sektör Bakımından Risk Sermayesi Yatırımları**

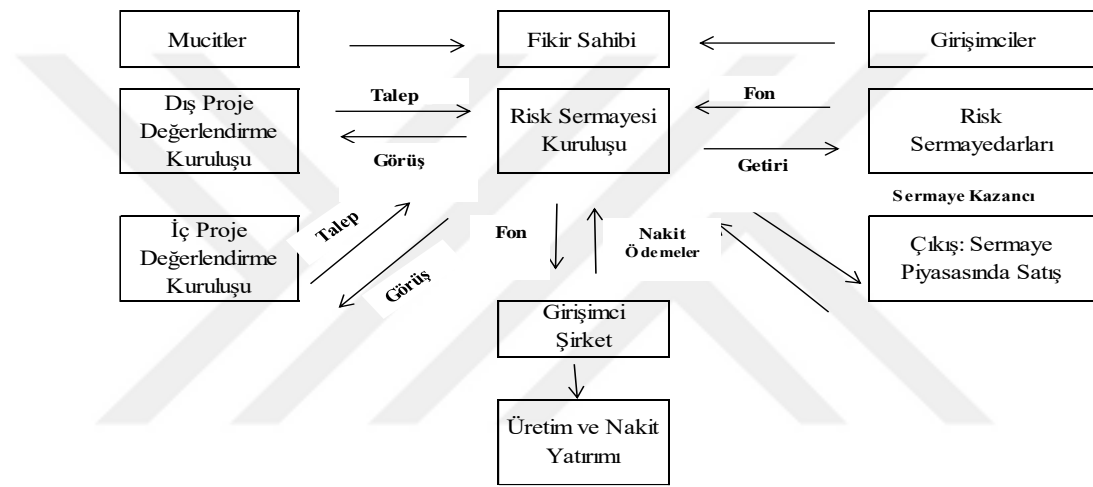
Yatırım Yapılan Şirketin Endüstrisi		
Bilgisayar ve Elektronik Üretim	284	17,1
Biyoteknoloji ve Eczacılık	404	24,4
Diğer İleri Teknoloji Üretim	568	34,2
İnternet ve Telekomünikasyon	343	20,6
Araştırma Geliştirme ve Mühendislik	29	1,7
Toplam	1663	100

Kaynak: Poyrazlı ve Tepeli :2016, 44

Tablo 2 incelendiğinde endüstri bakımından risk sermayesi yatırımları incelenmiş olup %34,2 ile yazılım ilk sırada yer alırken %24,4 ile biyoteknoloji, ve eczacılık ikinci sırada yer almıştır. Türkiye’ de endüstri alanında şirketlerin az olması makine sanayisine yatırım yapıldığı göz önünde bulundurulduğunda Avrupa’daki endüstri bakımından risk sermayesi yatırımları Türkiye’den çok daha farklıdır. (Poyrazlı ve Tepeli: 2016, 44)

## 2.4. RİSK SERMAYESİNİN TARAFLARI

Risk sermayesinin dört önemli unsuru bulunmaktadır. Bunlar risk sermayesi, mucit, girişimci ve risk sermayedarıdır.



Şekil 2 Risk Sermayesinde Taraflar ve İlişkiler

Kaynak: İşeri, 2001:17

### 2.4.1. Risk Sermayesi

Finansal aracı kuruluşlar tarafından büyüme potansiyeli olan, iş fikirlerine ve veya projelere yapılan tüm riskli sermaye yatırımlarıdır. (Tuncel, 1995:4) Daha geniş bir tanımla, risk sermayesi, sermaye arayan girişimciler ile yeni fikirler ve risk almaya hazır sermayedarların buluşması olarak da tanımlayabiliriz (Şirvan, 2002:8).

#### **2.4.2. Mucit**

Mucit, yeni bir ürünü icat eden ve yeni bir üretim şekli oluşturan kişi olarak tanımlanmaktadır. Mucit, aynı zamanda bu icadını ticarileştirerek, pazara suna girişimcide olabilir. (İpekten, 2006:389)

#### **2.4.3. Girişimci**

Girişimci, yeni pazar, yeni tedarik ve finans kaynakları bularak, yeni ürün veya üretim tekniği geliştirerek üretme kapasitesi yaratan kişidir. (İşeri, 2001:17)

#### **2.4.4. Risk Sermayedarı**

Risk Sermayedarı, risk sermayesi sağlayan kişi ve kuruluşlardır. Bu amaçla fon toplayan veya kendi birikimini kullanan kişi ve kuruluşlar olarak adlandırılır. Ayrıca riski büyük ölçüde üstlenerek finansman temin eder. (Kuğu, 2004: 143) Risk Sermayedarı yeni fikirleri değerlendirmek, potansiyelini tahmin etmek ve projeyi, somut bir projeye döndürebilmek için gerekli bilgi ve tecrübeye sahiptir. (İşeri, 1993:14)

# **BÖLÜM 3 RİSK SERMAYESİ MODELİNDE RİSK FAKTÖRLERİ**

## **3.1. RİSK SERMAYESİNDE RİSKLER**

### **3.1.1. Teknolojik Risk**

Teknoloji riski, araştırma ve geliştirme çalışmaları aşamasında yeterli teknolojik deneyime sahip olunamamasıdır. Böyle bir durumda risk sermayesi fonunun varlığını paraya çevirebilecek yeterlilikte olmamasından kaynaklanır. (Tuncel, 2000: 6)

### **3.1.2. Yönetim Riski**

Yönetim riski, yatırım yapılan işletmenin yönetim hatalarıdır. Tecrübesiz yöneticiler, aldıkları kararlarda hatalara neden olarak işlerin aksamasına neden olmaktadır. (Kuğu, 2004:146)

### **3.1.3. Finansman Riski**

Projelerin her aşamasında farklı amaçlara yönelik finansmana ihtiyaç duyulur. Üretim aşamasından sonra ürünün piyasa ulaşması için ek finansmana ihtiyaç vardır. Finansman riski, ek finansmanların temin edememe riskidir. (Tuna, İsabetli, 2013:36)

### **3.1.4. Pazarlama Riski**

Üretilen ürünlerin sağlıklı şekilde piyasalara ulaştırılması son derece önemlidir. Ürünlerin piyasalara ulaşmasını engelleyici her türlü gelişme pazarlama riski olarak tanımlanmaktadır (İpekten, 2006:393).

### **3.1.5. Üretim Riski**

Kullanılan teknolojinin üretime uygun olmamasından kaynaklı olarak üretimin aksaması ya da hedeflenen standartta ürün çıkmaması üretim riski olarak tanımlanmaktadır. (Kuğu, 2004:146)

### **3.1.6. Demode Olma Riski**

Yüksek teknolojiye dayalı ürünlerin en büyük özelliği hızlı şekilde demode olmasıdır. Sürekli araştırma ve geliştirme faaliyetleri neticesinde ürünler kısa zamanda yenilenmektedir ve eskilerin yerini alabilmektedir. Bu tür ürünlerin ekonomik ömrünü çabuk doldurması satış potansiyeli üzerinde risk oluşturmaktadır (İşeri, 2001:15) Günümüzde bilgisayarlar, cep telefonları, tabletler ve teknolojiye dayalı diğer ürünler bunlara örnektir.

## **3.2. RİSK SERMAYESİ FON KAYNAKLARI**

Risk sermayedarı bireysel ve kurumsal olarak ikiye ayrılmaktadır. Bireysel risk sermayedarı sürekli yatırım yapabilecek yeni girişimler araştırarak genellikle proje ve yeni kurulma aşamasındaki girişimleri tercih ederler. Yatırım yaptıkları işletmenin yönetiminde aktiftirler. Risk sermayedarları ise birçok işletmeye yatırım yaparak riskini dağıtmaya çalışır. Yatırım yaptıkları işletmenin yönetiminde aktif değildir. (Kaya, 2001:12, 13) Kurumsal Risk Sermayesi fon kaynakları arasında bankalar, emeklilik fonları sigorta şirketleri, melek yatırımcılar, büyük şirketler ve sermaye grupları gibi farklı kaynaklar yer almaktadır. (İşeri, 2001:50) Bireyler, bankalar, özel sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları, büyük sermaye grupları ve devlet risk sermayedarı olabilmektedir.

Bazı ülkelerdeki uygulamalar söz konusu kaynakların risk sermayesi şirketlerinin finansmanına katkılarının sabit kalmayıp zaman içerisinde ülke şartlarına göre değiştiğini gösterir. (Zaimoğlu, 2001:37) Dolayısıyla gelişmiş ülkelerdeki mali piyasaların en modern finans kurumlarından olan risk sermayesi şirketlerinin fon kaynakları ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. (Civan, Uğurlu, 2002:84) Risk sermayedarlarının sektördeki payı ise ABD ve Avrupa'da farklılık göstermektedir. ABD'de risk sermayesi kaynaklarının yaklaşık %50'si emeklilik fonlarınca sağlanmakta iken Avrupa'da sektörün en büyük aktörü bankalardır. (Kaya, 2001:13)

Dünya'da 1983'ten itibaren risk sermayesi sisteminde hızlı bir yapısal değişiklik söz konusu olmuştur. Risk Sermayesi yatırımlarının nakit akımlarının belirsizliği, daha da önemlisi ilk yıllarda negatif olması, bu tür yatırımlar için kurulmuş firmaların ve girişimlerin fon kaynaklarını ciddi boyutlarda kısıtlamaktadır. (Soydemir, 1994:84) Bu

amaçla sermayeye duyulan gereksinim sonucu risk sermayesi şirketleri diğer risk sermayesi şirketleriyle yatırım havuzları oluşturdu. Böylece risk sermayesi şirketleri anonim ortaklık haline dönüşerek hisse senetlerini borsaya kote ettiler ve halka arz oldular. Bu yolla Risk Sermayesi şirketleri daha çok sayıda küçük ve orta büyüklükteki işletmeyi finanse etmeyi ve böylece riski yaymayı amaçladılar. (Zaimoğlu, 2001, 37)

İşletme ve Girişimcilere risk sermayesi sağlayabilecek kaynaklar aşağıdaki gibi sıralanabilir,

- i.) **Ticari Bankalar:** Bankaların şirketlerin hisse senetlerini alarak ortak olmaları çoğunlukla birçok ülkede yasalarla sınırlandırılmıştır. Buna rağmen ticari bankalar risk sermayesine yatırımı yapabilmektedir. (İşeri, 1993: 17) Bazı ülkelerde devlet küçük girişimcilerin korunması ve girişimciyi yatırıma teşvik etmek için bankaları risk sermayesi yatırımlarına yönlendirmektedir. (İpekten, 2006:391)
- ii.) **Yatırım Bankaları:** Yatırım bankaları karlılık ve başarı için yüksek teknolojiye yönelik genç ve küçük işletmelerin halka açılmasına aracılık edebilmektedir. (İpekten, 2006:391)
- iii.) **Sigorta Şirketleri:** Genellikle başlangıç aşamasında küçük bir payla yatırıma girmektedirler. (İpekten, 2006:392)
- iv.) **Yatırım Grupları:** Bazı zengin serbest meslek sahipleri ve üst düzey yöneticiler ve bazı şirketler bir araya gelerek yatırım grupları oluştururlar. (İpekten, 2006:391)
- v.) **Vakıflar:** Elleriindeki fonları gelir sağlamak amacıyla genellikle menkul değerlere yatırırlar. Vakıflar yatırımlarının bir bölümünü yüksek kazanç beklentisi ile riski yüksek fonlara yatırırlar. Bu amaçla fonların bir bölümü risk sermayesi yatırımlarıdır.
- vi.) **Yatırım Fonları:** Risk Sermayesi yatırım fonları, portföylerin de diğer yatırım fonlarına oranla çok sayıda küçük ve yeni faaliyete geçmiş şirketlere ait hisse senetleri bulundurulur.
- vii.) **Üniversiteler:** Üniversite sanayi iş birliği kapsamında teknoloji üretim merkezi olarak tanımlanan teknoloji parkları kurulmaktadır. Üniversiteler fiziksel ve yönetsel altyapı sağlar. Fon kaynakları vakıflar, kamu, üniversite, şahıslar, şirketler yada finansal kurumlar olabilmektedir.



### 3.3. RİSK SERMAYESİ ŞİRKETİNİN İŞLEYİŞİ

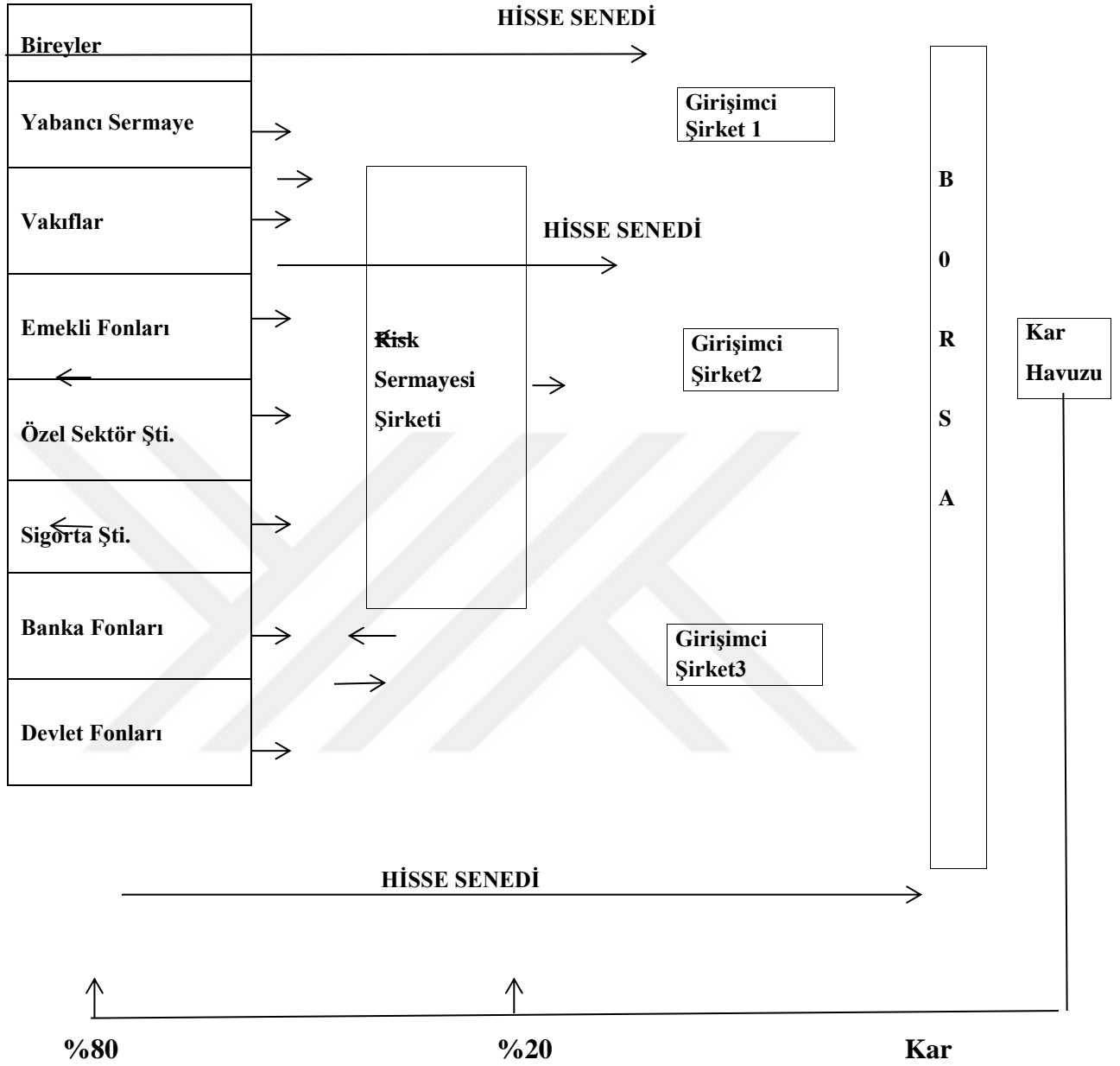
Risk sermayesi finansmanı, yeni kurulmuş ve gelişme potansiyeli olan işletmelere, yüksek gelir elde amacıyla risk sermayesi şirketinin hisse senedi karşılığında ortak olunmadır. Bu yolla girişimciye hem öz kaynak hem de yönetim desteği sağlanmaktadır. İşletmenin istenilen gelişme düzeyine ulaştığında ise hisse senetleri satılarak yatırılan fonların büyük bir bölümünün geriye alınması sağlanmaktadır. (Akkaya, İçerli, 2001:7)

**Tablo 3 Risk Sermayesinin Sağladığı Avantajlar**

<b>Öğrenme</b>		X
<b>Pazarda Konumlanma</b>		X
<b>Finansman</b>	X	X
<b>Rekabet ve Süreklilik</b>	X	X
	<b>Kısa Dönem</b>	<b>Uzun Dönem</b>

Kaynak: Casseres ,1998:5, aktarım İçerli, Akkaya, 2001:8

Risk sermayesi şirketi, fonu, özel tasarruflardan, emekli sandıklarından, sigorta şirketlerinden şirketlerin yatırım fonları ile banka ve finansal kuruluşlardan risk sermayesi sağlamaktadır. Bu fonlar sermaye olarak yeni girişimlere aktarmaktadır. Büyüklük, faaliyet ve kaynakları açısından birbirinden farklı çok sayıda risk sermayesi şirketi mevcuttur. Ancak bu şirketlerin işleyiş tarzları benzer özellik taşımaktadır. Bu sebeple risk sermayesi tipik bir Amerikan risk sermayesi şirketinin genel yapısı incelenecektir. (İşeri, 1996:21)



**Şekil 3 Risk Sermayesi Modelinin İşleyişi**

Kaynak: Çiller, Tansu- Çizakça Murat Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri, İSO Araştırma Dairesi Yayın No: 7 İstanbul ( 1989) s.121-123 ( Tuncel, 1996:19 Aktarım)

Risk sermayesi şirketi, emekli sandıkları, özel sektör ve bankaların yatırım portföylerinin yüksek risk ve kazanç bölümlerinden fon sağlamaktadır işleyiş aşağıda sırasıyla verilmiştir;

**1.Aşama (Sermaye Birikiminin Yaratılması):** Risk Sermayesi şirketi bahsi geçen kaynaklardan gerekli finansman desteğini sağlar. Sağlanan bu fonlar herhangi bir kar oranı ve faiz oranı taahhüdü içermez. (Altay, Gacener, 2003:9) Toplanan fonlar yeni ve kar potansiyeli yüksek ayrıca teknolojiye dayalı bir fikre, bu fikri geliştirebilecek olan girişimciye sunulur. Bu aşamada girişimci şirket veya kişi fikrini risk sermayesi sunarak teklif incelendikten sonra karşılıklı görüşmeler başlar. Yapılan fizibilite çalışmaları sonucunda risk sermayesi şirketi girişimciyi finanse ederek çalışmalarını başlatır. (İşeri, 1996:21)

**2.Aşama (Yatırımın Gerçekleşmesi):** Risk Sermayesi şirketi fonlara talepte bulunan yeni yatırım fikrine sahip yatırımlarını gerçekleştirecek girişimcilerin taleplerini değerlendirir. Şirket girişimcinin hisse senetlerini satın alır ancak şirketin hisse senetlerinin sermaye şirketi tarafından işleme konulabilmesi için girişimci şirketin Anonim Şirket olarak kurulması gerekmektedir. Sermaye tarafından ucuza satın alınan bu hisse setleri henüz adı duyulmamış bir şirkete aittir. Oluşumunu finanse eden sermayedar şirketin yatırım yapılacak alanların seçilmesi, değerlendirilmesi, finansman kaynaklarının belirlenmesi, yönetim kadrolarının oluşturulması ve yapılan yatırımların işlenmesi faaliyetlerini kapsar. En uzun ve en karmaşık aşama yatırım gerçekleşmesi aşamasıdır. Girişimcinin finanse edilmesi kararı verildikten sonra, risk sermayesi şirketi kurmuş olduğu veya kuracağı şirketin bir miktar hisse senedi karşılığı finanse eder. (Altay, Gacener,2003:9)

**3.Aşama (Yatırımdan Çıkış):** Risk sermayesi şirketi ile girişimci şirket arasında ortaklık gerçekleşir. Artık mal ve hizmetin üretilip pazarlandığı aşamaya gelinmiştir. Bundan sonra risk sermayesi şirketinin tek amacı yatırım yaptıkları girişimci şirketin geliştirerek, belirli bir kara ulaştırdıktan sonra bu hisseleri satmak ve bekledikleri karları likit hale dönüştürmektir. (İşeri, 1996:21-22)

### **3.4. RİSK SERMAYESİ ŞİRKET TÜRLERİ**

Gelişmiş haliyle risk sermayesinin uygulandığı Amerika’da Risk Sermayesi şirketlerinin türleri aşağıdaki gibidir.

#### **3.4.1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri**

Kurumsallaşmış risk sermayesi kaynaklarıdır. (Zaimoğlu, 2001:38) Özel risk sermayesi şirketleri, aile şirketleri ve bağımsız özel ortaklıklardan oluşmaktadır. İlk özel risk sermayesi şirketi Rockefellers (Venrock), Phillips (Bessember Securities) ve Whitneys (J. H. Whitney &Company) gibi aileler tarafından kurulmuştur. Bu şirketler genel olarak anonim şirket şeklinde kurulmaktadır.1940 ve 50’lerde sektörün öncüleri olan bu gruplar günümüzde deneyimli, etkili ve bilgili yatırımcılar olarak değerlendirilmektedir. (İşeri, 1996:23)

#### **3.4.2. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri**

Günümüzde ABD’ de Federal Hükümet tarafından Küçük İşletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Companies –SBIC) olarak 1958 tarihli Küçük İşletme Yatırım Şirketleri Kanunu’na göre kurulmuş yaklaşık özel 390 özel ve kamu şirketi bulunmaktadır. Bu şirketler en az 1 milyon dolar sermaye ile kurulmak zorundadır. (Zaimoğlu, 2001:39) Küçük İşletme Yatırım Şirketleri kredi ağırlıklı ve öz kaynak ağırlıklı olarak ikiye ayrılır. Öz kaynak ağırlıklı grupta bulunan Küçük İşletme Yatırım Şirketlerinin sermayesi 2 milyon dolar seviyesindedir. Risk sermayesi işlemleri genelde, yatırım danışmanlığı firmaları ve fonlarının yöneticileri tarafından yönetilmektedir. Küçük İşleme Yatırım Şirketleri iki biçimde sınıflandırılır. Kişiler tarafından SBA koşullarına göre oluşan bağımsız şirketler ve finansal veya finansal olmayan kuruluşlar tarafından SBA koşullarına göre örgütlenen bağımlı Küçük İşletme Yatırım Şirketleridir. (Zaimoğlu, 2001:40)

#### **3.4.3. Finansal Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri**

Ticari bankaların ve sigorta şirketlerinin birçoğu kendi kredi koşullarına uymayan risk ve getirisi yüksek yatırımların finansmanı için risk sermayesi şirketlerini kurmuşlardır.

1987 yıl sonu itibariyle bu şirketlerin sayısı 70 olmakla birlikte 3.1 milyar dolarlık bir fonu yönetmektedir. (İşeri,1996:24)

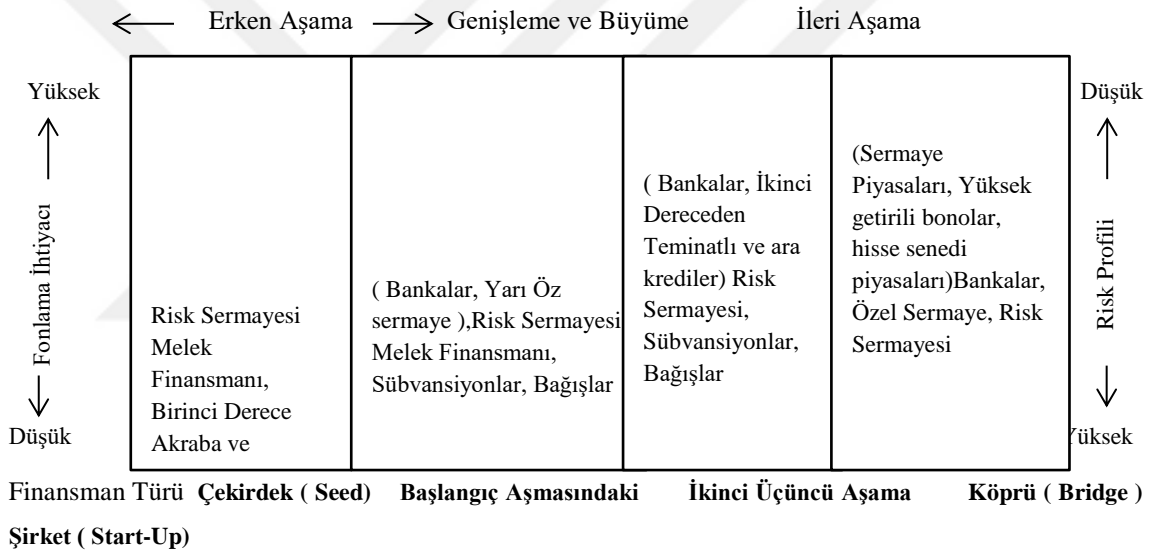
#### **3.4.4. Finansal Olmayan Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri**

Yaklaşık 90 büyük şirketin (3M, Eastman, Kodak, Lubrizol ve Xerox dâhil) toplam 1.9 milyar dolarlık bir fona sahip risk sermayesi bölümü oluşturmuşlardır. Ayrıca 100'den fazla büyük şirkette kendilerinin olmayan ortaklıklara yatırım yapmış veya direkt risk sermayesi yatırımlarında bulunmuşlardır. (Zaimoğlu, 2001:39) Yapılan yatırımların çoğu bu şirketlerin kendi ürün, Pazar veya teknolojisine yakın olmaktadır. (İşeri,1996:24)



# BÖLÜM 4 RİSK SERMAYESİ MODELİNİN YATIRIM AŞAMALARI VE İŞLEYİŞİ

Risk sermayesi modelinin en önemli özelliği, yüksek gelişme potansiyeline sahip işletmelere uzun vadeli yatırımların yapılmasıdır. Bu yatırımlar, ilk yatırım tarihinden itibaren 5 veya 10 yıl içinde likidite edilebilir özelliğe sahip uzun süreli yatırımlar olmakla beraber asıl amaç işletmeye sermaye sağlayıp, işletmeyi belli bir yere taşıdıktan sonra işletmenin paylarını satarak başka projeleri desteklemek ve sürekli büyüme halinde olmaktır. (İpekten, 2006:394)



**Şekil 4 Risk Sermayesinin Aşamaları ve Finansman Türleri**

Kaynak: Christofidisve Debande, 2001:6 (Aktarım Bayar, 2012:2)

Risk sermayesi finansmanının yatırım aşamaları, iş fikrinin olgunlaşmasından, tamamlanmasına kadar yeni bir ürün için kurulan veya var olan bir işletmenin kaynak gereksiniminin bir risk sermayesi kurumunun verdiği öz sermaye ile karşılanmasına dayanır. (Zaimoğlu, 2001:65)

**Tablo 4 Yatırım Aşamalarının Zaman/Risk Tablosu**

<b>Yatırım Tipleri</b>	<b>Zaman (Yıl)</b>	<b>Risk</b>
<b>I.Erken Aşama Yatırımlar</b>		
Çekirdek Sermaye (Prototip geliştirme aşamasında,)	7-10	Ekstrem
Başlangıç ( Start-up ) ( İş oluşturma aşamasında ,)	5-10	Çok Yüksek
Erken Geliştirme ( Zararda veya henüz karlı hale gelmemiş )	3-7	Yüksek
<b>II.Geç Aşama Yatırımlar</b>		
Genişleme Sermayesi	1-3	Orta
( Kurulmuş, karlı sermaye ihtiyacı var.)Köprü veya ara finansman	1-3	Düşük
Çıkış öncesi son destekleme finansı		
<b>III.Buy-out/Buy-in</b>	1-3	Düşük/Yüksek
<b>IV.Şirket kurtarma finansmanı</b>	3-5	Ortadan yükseğe kadar olabilir.

Kaynak: Tuncel, 2000:52

Risk sermayesi yatırımları çekirdek sermayesi veya AR-GE finansmanı, başlangıç sermayesi, erken aşama finansmanı, geçit finansmanı, gelişme ve büyüme sermayesi,

köprü finansmanı ve ara finansmanı ve diğer geç aşama yatırımları şeklinde sınıflandırılır. (Kaya, 2001:15) Risk sermayesi şirketlerinin, ortak oldukları şirketlerin içinde buldukları aşamaya, koşullara göre farklı finansman yatırım modelleri uygulanmaktadır. Uygulamada görülen çeşitli yatırım ve finansman biçimleri aşağıdaki şekilde sıralanmıştır. (İstanbul Ticaret Odası Yayın No:1996-42:38)

#### **4.1. ÇEKİRDEK SERMAYESİ VE AR-GE FİNANSMANI**

Bu aşamada firma henüz kurulmamış, sadece iş fikrini geliştirmiştir. Ancak bu fikir henüz ne teknik ne de ticari ne de teknolojik olarak gelişmemiştir. (Toroslu, 2000:2) Çünkü bu yatırım aşamasında asıl olan finanse edilen bir işletme değil, düşünce aşamasında olan yeni bir teknoloji veya yeni bir pazar yaklaşımına sahip olan girişimcidir. (Kaya, 2001:15) Bu aşama ürün geliştirmeyi ve ürünün pazarlanabilir hale getirilmesini içerdiği halde, pazarlama dâhil değildir. Çünkü sermaye; fizibilite çalışmaları, iş planının geliştirilmesi, ürün incelenmesi ve pazar araştırmalarına kullanılır. (İşeri, 1996:28) Başlangıç devresinden 2-3 yıl önce başlanır ve likidite edilmesi için ortalama en az 7 yıl ile 10 yıla ihtiyaç vardır. Bu nedenle bu tür yatırımı profesyonel risk sermayedarları nadiren seçerler. Yapılan istatistiklere göre risk sermayedarları tarafından ilk bir yıllık süre içinde projelerin %70'i elenmektedir. (İpekten, 2006:394)

Çekirdek sermayesinde iki türlü seçenek vardır. Bunlardan birincisi: girişimcinin payını bozmadan büyük bir çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketi kullanmaktır. İkincisi ise; başlangıçtaki borçlanma oranını minimumda tutup dışarıdan ortak kabul etmektir. (Zaimoğlu, 2001:70)

#### **4.2. BAŞLANGIÇ SERMAYESİ**

Başlangıç sermayesi yatırımlarında yatırılan tutar çekirdek sermayesine oranla daha fazladır. Risk sermayesi yatırımlarının en heyecanlı bölümü olmakla beraber çoğu kez risk sermayesi kavramı ile birbirlerinin yerine kullanılmaktadır. Bu tip yatırımı ürün geliştirme veya pazara girişte kullanma amacıyla firmaların finanse edilmesi olarak tanımlayabiliriz. (Tuncel, 2000:54) Bu aşamadaki şirketler genellikle yönetici kadrosunu oluşturmuş, iş planını hazırlayarak pazar araştırmalarını yapmışlardır. Başlangıç



sermayesi ofis kiralaması veya alımı, personelin istihdamı, ürün veya hizmetin geliştirilmesi ve satışların başlatılması için kullanılır. Bu aşama yatırımlarına menkul kıymetlerin açıkça alım-satımı üzerinden tasarlanan getiriden %300 daha fazla bir getiri garanti edilmektedir. (İşeri,1996:28) Başlangıç sermayesi başka bir ifade ile firmaların ürünü geliştirme faaliyetlerinin ve pazara giriş çabalarının finanse edilmesidir. (Civan, Uğurlu, 2002:86)

#### **4.3. ERKEN AŞAMA FİNANSMANI VE GEÇİT FİNANSMANI**

Bu aşamada işletme, pazara sürdüğü bir mal veya hizmete sahiptir. Ancak işletmenin bir marka imajı ve önemli bir pazar payı bulunmamaktadır. Bunların oluşması için firmanın uzun bir zamana ihtiyacı olmasıyla birlikte yüksek tutarda da yatırıma ihtiyacı vardır. Bu aşama süresince firma piyasadaki rakipleriyle karşı karşıyadır. karlılık düşük olduğundan rakiplerine karşı rekabet edebilmek için risk sermayedarına gereksinimi vardır. Bu aşamada diğer kaynaklardan fon sağlaması da zordur. (Zaimoğlu, 2001:73) Çünkü firmanın bankacılık sisteminden kredi alması için teminatları yetersiz olup aynı zamanda sermaye piyasasından fon sağlama imkânı yoktur. Bu problemin üstesinden risk sermayedarınının maddi desteği ile gelinebilmektedir. (İpekten, 2006:395)

#### **4.4. GELİŞME VE BÜYÜME SERMAYESİ**

Gelişme ve büyüme sermayesi başa baş noktasında veya karlı çalışan bir işletmenin büyümesi için sağlanan fonlardır. Bu fonlar firmanın artan üretim kapasitesini, pazar payını, ürün ve teknoloji geliştirmesini veya ek çalışma sermayesinin finansmanı için kullanılmaktadır. (Tuncel, 2000:57)

#### **4.5. KÖPRÜ FİNANSMANI VE ARA FİNANSMAN**

Köprü finansmanı bir şirketin daha fazla risk sermayesi sağlayana ya da bir borsaya satışa çıkana kadar finanse edilmesine yardımcı olur. (Kaya, 2001.15) 6 ay ile 1 yıl içerisinde halka açılmayı hedefleyen şirketlere sağlanmaktadır. Şirket hisse senetlerinin arzı için beklenen seviyede ise şirketin halka açılana kadar faaliyetlerine devam edebilmesi için ihtiyaç duyduğu finansmanın sağlanmasında kullanılan yöntemdir. (Çoban, Saban, 2002:134)

#### **4.6. ŞİRKET VARLIKLARININ SATIN ALINMASI**

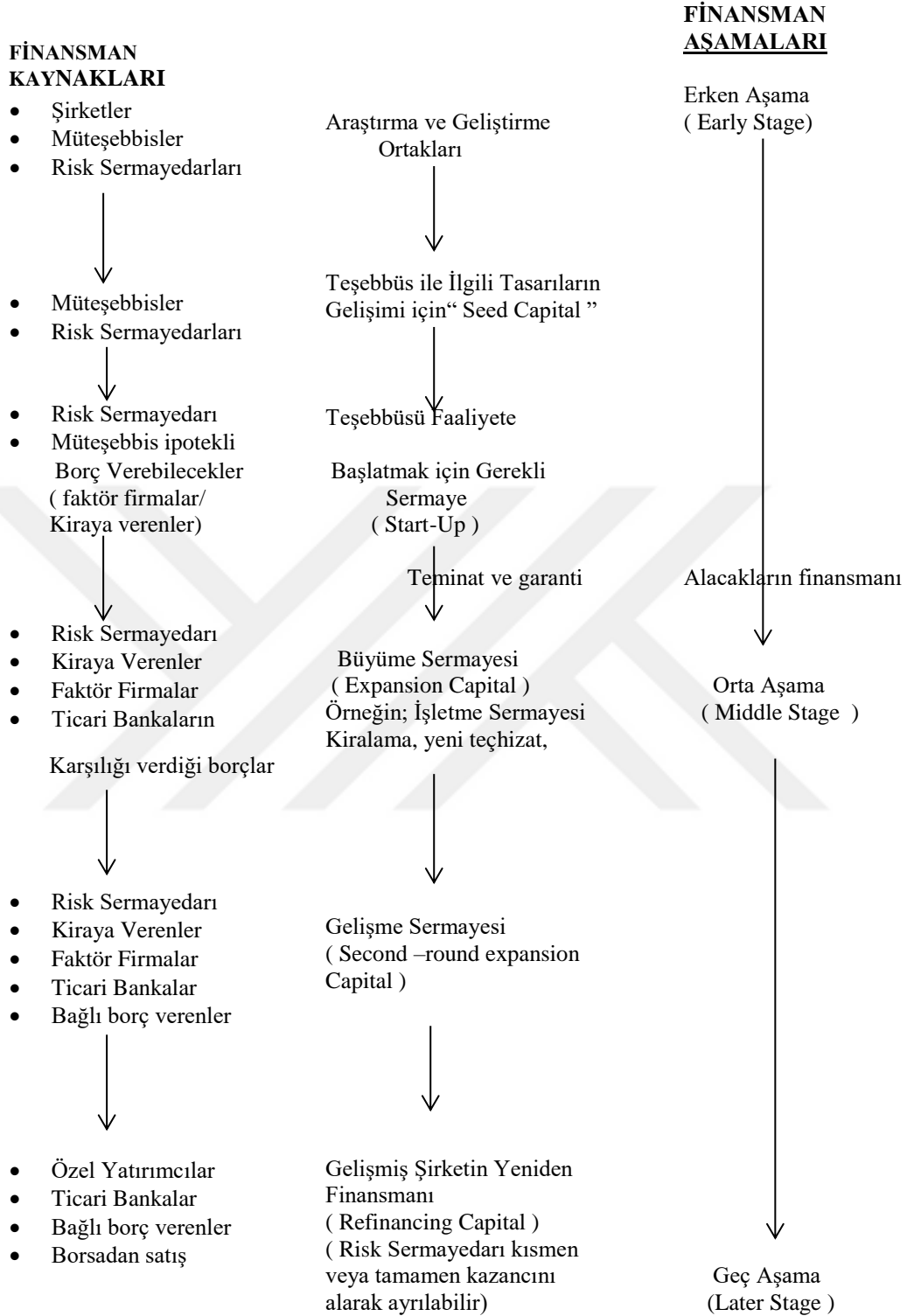
Bu kapsamda değeriendirilecek yatırımlarda risk sermayesi şirketinin amacı herhangi bir sebep ile satılacak işletmeleri satın almak isteyen, işi iyi bilen ancak finansal açıdan yeterli olanaklara sahip olmayan girişimcilere destek sağlamaktır. (Gladstone, 1988:9 Aktarım Civan ve Uğurlu, 2002:87) Risk sermayesi şirketleri özellikle 1980'li yılların ikinci yarısından itibaren bu işlemlere ciddi bir şekilde ilgi göstermeye başlamışlardır. (İşeri, 2001:46)

#### **4.7. YATIRIMDAN ÇIKIŞ**

Risk sermayesi şirketi tarafından hisse senetleri satılan girişimci şirketin kâr dağıtacak aşamaya gelmiş olduğunu göstermektedir. Artık şirketin hisse senetleri küçük tasarruflular için cazip bir yatırım alanı haline gelmiştir. (İTO 1996-42:16) Bu aşamada artık finansman yapılmaz tam tersine gelir elde edilmeye başlanmıştır. (İşeri,2001:46)

Risk sermayedarlarının yatırımdan çıkışı aşağıda sıralanmıştır, (Zaimoğlu, 2001:84);

- i. Şirket hisselerinin halka arz edilmesi,
- ii. Şirketin satılması,
- iii. Şirket hisselerinin geri alınması,
- iv. Şirketin yatırımcılara satılması,
- v. Şirketin re-organizasyonu,
- vi. Şirketin tasfiyesine karar verilmesi



**Şekil 5 Risk Sermayesinin Yatırım Aşamaları**

**Kaynak: Corporate Finance Series, Final Workbook s.25 ( Aktarım Zaimoğlu,2001.s.67 )**

# BÖLÜM 5 RİSK SERMAYESİ ŞİRKETLERİNİN ÇALIŞMA YÖNTEMLERİ

Risk sermayesi şirketlerine her yıl yüzlerce finansal öneriler sunulmakta olup bunların çok azı fon desteği görmektedir. Kabul edilmeyen öneriler dışında kabul edilenler öneriler, diğer risk sermayesi şirketleri tarafından değerlendirmeye alınır. Bu şirketler, yatırım bankaları, danışmanlık şirketleri iş ortaklıklarıdır. Yatırım tasarısının incelenmesi kabul edilmesi veya fon sağlanma işlemleri 2 aydan 1 yıla kadar sürmektedir. Risk sermayesi şirketleri öncelikle faaliyet alanlarını seçerek yatırım stratejilerini oluşturmaktadır. Başarılı yatırımcılarda olduğu gibi risk sermayedarlarının da içinde aynı şekilde yatırım sürecinin başlangıç noktası, bir faaliyet alanı ve stratejisi belirlemesi gerekmektedir. (Zaimoğlu, 2001:85)

## 5.1. İŞ KOLU SEÇİMİ

Risk sermayedarı öncelikle yatırım fırsatları yaratmak için hangi sektörlerle ağırlık vermesi gerektiğini belirlemelidir. Risk sermayesi şirketlerinden bazıları tüm sektörlerde faaliyet gösterirken bazıları ise bölgesel faaliyet göstermek durumundadır. Risk sermayesi örgütlerinin geniş bir alanda faaliyet göstermelerinin en önemli unsurlarından biri büyük yatırımcı grubunu kendilerine çekmek istemeleridir. Bunu da ancak yatırım sahalarını genişleterek sağlayabilirler. Geniş alanda faaliyet gösteren risk sermayesi örgütü yatırım portföylerini çeşitli sektörlerle değiştirme imkânı bulurlar. (Zaimoğlu, 2001:86)

## 5.2. YATIRIM HACMİ

Risk sermayedarı, yapacağı ortalama yatırım için asgari ve azami tutarlar belirlemek zorundadır. Her yatırımın büyüklüğü, yatırımcının kaynaklarına ve tercihlerine bağlı olup, aşağıda nedenleri belirtilmiştir;

- Kullanılabilir sermaye miktarı ve yatırımcının sermayesini yaymak zorunda olduğu faaliyet sayısı,
- Sermayedarlarının yatırımlarında sağladığı fayda oranı,

- Büyük yatırımlar olduğu gibi küçük yatırımlarda emeğin yoğun ve zaman tüketici olabileceği nedenler olabilir. Bu nedenle risk sermayedarları, yatırımların sayısı, idare edebileceği bir seviyede tutmak isteyecektir.

Sermayedarın yatırım yapacağı sektör türleri, Bazı iş türleri, diğerlerine nazaran daha sermaye yoğunurlar ve başlangıçta daha büyük sermayeye ihtiyaç duyarlar. (Zaimoğlu, 2001,87)

### **5.3. YATIRIM STRATEJİSİ**

Risk Sermayedarı yatırım alanını seçtikten sonra yatırım stratejisini belirlemelidir. Yani yatırım imkânlarını değerlendirerek ve seçerek bazı ilkeleri belirlemek durumundadır (Zaimoğlu, 2001:87);

- Göze alınamayacak yatırım riskleri,
- Yatırım risklerini dengeleyip yok edecek yatırım kazançları,
- Risk sermayedarlarına cazip gelecek yatırım tekliflerinin özellikleri

### **5.4. FAALİYET ALANLARININ YARATILMASI**

Yatırım kaynakları çeşitli kaynaklara dayanılarak gerçekleştirilebilir. Risk sermayedarlarının pazarlama strateji ve teknikleri yatırım ve ticari bankalarınkine çok benzemektedir.

#### **5.4.1. Doğrudan Pazarlama**

Risk sermayedarlarının ilişki kuracağı ve başvuracağı kişiler, yeni işletmeler kurabilmek konusunda fikirleri olan veya fikirleri olanları risk sermayedarlarına gönderecek girişimciler veya sektör yöneticileridir.

#### **5.4.2. Dolaylı Pazarlama**

Risk sermayedarları, finansman veya ticaret gazetelerine ilan verirler. Ayrıca risk sermayesi ve endüstri konferans ve seminerlere katılarak yatırımcı olabilecek kişilerle ilişki kurmaya çalışırlar.

### 5.4.3. Haber Kaynakları

Girişimcilerden, hukukçulardan, muhasebecilerden endüstri kaynaklarından ve bankalardan alınan bilgiler yatırım fırsatları yaratan önemli kaynaklardır. Cazip yatırım fırsatları yaratma alanında başarıyla rekabet etmek isteyen risk sermayedarları geniş ve etkin bir ilişki ağı kurmak zorundadır. Risk sermayedarlarının çalışma stratejisi tercih ettiği sektör pazarlama faaliyetlerini önemli ölçüde etkiler. (Zaimoğlu, 2001:87, 88)



# BÖLÜM 6 RİSK SERMAYESİ MODELİNİN İŞLEYİŞİ VE TEKNİK YAPISI

## 6.1. İŞ PLANI HAZIRLANMASI VE İNCELENMESİ

İş planı finansman sürecin en önemli aşaması sayılır. Risk sermayedarı iş planına göre girişimciye sermaye verip vermeyeceğine hazırlanan iş planı ile karar verir. İş planı yönetim kadrosunun yetenek ve deneyimi üzerinde birleşme olanağı sağlamaktadır. Yani yönetimin bağımsız olarak bir işi geliştirmek için gerekli deneyim ve bilgisinin yeterli olup olmadığının gösteren bir çalışmadır. (İşeri, 1996:34) Girişimci tarafından hazırlanan iş planı olmadan risk sermayedarının ikna olması mümkün değildir. Girişimci İş planında özellikle projenin ayrıntıları (ekonomik, sosyal, hukuki vs) üzerine durur. Planın, açık, anlaşılır ve iyi sunulmuş olması gereklidir (Kaya, 2001:10)

İş planında en önemli aşama finansal projeksiyonlardır. Risk sermayesi yatırımcısı iş planında yıllık kar tahminine baktığında,

- Şirketin büyüme potansiyelini,
- Kar duyarlılığı, satışlar, ürün dağılımı ile sabit maliyetler arasındaki ilişkileri,
- Ekipman giderlerinin pazarlama ve AR-GE harcamalarının, lisans olarak geri dönüp dönmeyeceği,
- Nakit akışlarını görmek isteyecektir. Bu sayede projenin nakit tüketici veya yararlı bir iş olup olmayacağı ortaya konacaktır.
- Enflasyonun dikkate alınmak durumundadır. Dikkate alınmadığı takdirde cari fiyatlarla gösterilen finansal rakamlar yatırımcının, yatırımın getirisi üzerindeki hesaplarını karmaşık bir hale getirerek yanlışlıklara yol açacaktır.

İş planının uzun olmasından ziyade içeriği önemlidir. Bu içerik aşağıdaki başlıkları kapsamaktadır;

**Tablo 5 İş Planı İçeriği**

<b>1- Giriş</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ İşin amaçları,</li><li>▪ Temel ürün ve hizmetlere ilişkin bilgi,</li><li>▪ Teknoloji ve gelişim programının içeriği,</li><li>▪ Piyasa ve tüketiciler hakkında bilgi,</li><li>▪ Yönetici ekibi hakkında bilgi,</li><li>▪ Yönetici ekibi tanıtıcı bilgi,</li><li>▪ Finans gereklilikleri hakkında bilgi.</li></ul>
<b>2- Şirket Tanımlamaları</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Tarih ve statüye ilişkin bilgiler</li><li>▪ Geçmiş ve endüstriye ilişkin bilgiler,</li><li>▪ Şirketin hedefleri,</li><li>▪ Şirketin stratejileri,</li><li>▪ Şirketi diğerlerinden ayıran hususlar</li></ul>
<b>3- Ürünler</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Ürün tanıtımı ve rakipleriyle karşılaştırmalar,</li><li>▪ İnnovatif Unsurlar (patent hakkı, lisans vb..),</li><li>▪ Uygulamalara ilişkin bilgi,</li><li>▪ Teknoloji hakkında bilgi,</li><li>▪ AR-GE performanslarına ilişkin bilgi,</li><li>▪ Ürün tanıtım ve esas alınacak noktalar,</li><li>▪ Gelecek ürünler, ürün geliştirme programı.</li></ul>
<b>4- Piyasa</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Piyasa ve endüstriye genel bakış,</li><li>▪ Piyasa analizi ve tahminler,</li><li>▪ Endüstriyel trende ilişkin bilgi,</li><li>▪ Başlangıç ürünlerinin sunumu.</li></ul>
<b>5- Rekabet Koşulları Hakkında Bilgiler</b>
<b>6- Pazarlama Programı:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Amaçlar,</li><li>▪ Pazarlama stratejilerinin ortaya konması,</li><li>▪ Satış ve dağıtım kanallarına ilişkin planlar,</li><li>▪ Tüketiciler hakkında bilgi,</li><li>▪ Personel temini hakkında bilgi,</li></ul>
<b>7- Üretim Faaliyetlerine İlişkin Bilgiler</b>
<b>8- Hizmet ve Alan Mühendisliğine İlişkin Bilgiler</b>
<b>9- Bina tesisler v.b. Kolaylaştırıcı İmkanlar</b>
<b>10- Yönetim ve Sahiplik</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Kurucular, ana personel yönetim kadrosu,</li><li>▪ Hisse senedi sahipliği ortaklık oranı,</li><li>▪ Organizasyon ve personel,</li><li>▪ Gelecek personel programı,</li><li>▪ Teşvik imkânları</li></ul>
<b>11- Sermaye İhtiyacı Hakkında Bilgiler</b>
<b>12- Finansal Bilgiler ve Tahminler</b>
<b>13- Ekler</b> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Detaylı yönetim profili, referanslar, fotoğraf, plan ve ürün dizaynları, ürün hakkında son literatür vb.</li></ul>

Kaynak: Tuncel 2000:25-26

Sonuç olarak, her firmanın farklı finansman ihtiyacına bağlı olarak planı da farklılaşacaktır. İş planının önemli bir kısmı finansal projeksiyona bağlı olduğu için iş planının finansal kısmına ilişkin detaylar aşağıda verilmiştir (Tuncel, 2000:27)



**Tablo 6 İş Planı Finansal Analiz Bölümü**

Seksiyon .X. Finansal Analiz
<ul style="list-style-type: none"><li>- Tahminde kullanılan datalara ilişkin bilgiler,</li><li>- Kar/ Zarar, satış trendi, sabit maliyet tahminlerinin yorumları,</li><li>- Nakit akışı tahminleri,</li><li>- Sermaye harcamaları, işletme sermayesi ihtiyacı ve nakit akışına etkisi,</li><li>- Duyarlılık/Başabaş noktası analizleri,</li><li>- Fon ihtiyacı, fonlama zamanı ve kullanımlara ilişkin tahminler,</li><li>- Beklenen kaldıraç faktörü,</li><li>- Olası çıkış yolları, halka açılma, üçüncü bir tarafın ele geçirilmesi,</li><li>- Kurumsal yatırımcılarca satın alınma ihtimalleri ve olası etkileri.</li></ul>

Kaynak: Tuncel, 2000:28

## **6.2. PROJE SAHİBİ İLE RİSK SERMAYEDARI ARASINDAKİ İLİŞKİLER**

Genellikle risk sermayedarı ile proje sahibi (girişimci) arasında ki ilişki ortaklık şeklindedir. Diğer yöntemler aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Şirvan,2002:27):

- i) Büyüyen ve kara geçen şirketlerin hisseleri büyük kuruluşlara satılabilir.
- ii) Proje sahibinden risk sermayedarı patent hakkı satın alınabilir.
- iii) Hisse senetlerinin bir kısmı satın alınabilir.

## **6.3. PROJE DEĞERLENDİRME KRİTERLERİ**

Projelerin değerlendirilmesi konusunda günümüze kadar çok fazla çalışma yapılmıştır. Bu çalışmaların tamamında yönetimin önemi ve tecrübesi ön plana çıkmaktadır. Risk sermayesi endüstrisinde; birinci sınıf yönetim ile ikinci sınıf bir ürün, birinci sınıf bir ürün, ikinci sınıf bir yönetime tercih edilir. Tyebjee ve Bruno'nun ABD'de ki 41 risk sermayesi firması üzerinde yapmış olduğu araştırmasına 23 kriter kullanılarak ve bunlara verilen cevaplar sonucunda, tüm kriterler 5 ana grupta toplanmıştır.

Tyebjee ve Bruno ile Premus'un çalışmalarının ortaya koyduğu sonuçlar aşağıda verilmiştir. (Tuncel, 2000:30)

**Tablo 7** Tyebee&Bruno Premus'un Karşılaştırmalı Proje Değerlendirme Kriterleri

<b>Belirleyici Faktörler (A)</b>	<b>Örneklere (%) İleri Sürülen Kriterler</b>	<b>Belirleyici Faktörler (B)</b>	<b>Ortalama (*) Önemlilik</b>
1. Yönetim yeteneği-Tarih	89	1- Yönetim Ekibi	9,7
2. Piyasa Büyüklüğü –Büyüme	50	2- Piyasa Payı/ Büyüme	8,2
3. Beklenen Getiri	46	3- Ürünün Teknik Özellikleri	7,5
4. Piyasa Payı/Pozisyon	20	4- Sermayeye katılım fiyatlaması	7,2
5. Finansal Geçmiş	11	5- Pozitif Nakit Akımı	6,2
6. Yerleşim Yeri	11	6- Piyasa Tipi	6,2
7. Büyüme Potansiyeli	11	7- Ortaklık Oranı	5,5
8. Giriş Engelleri	11	8- Patent ve diğer yasal sorunlar	3,9
9. Yatırım Ölçeği	9	9- Diğerleri	7,1
10. Finansman Aşaması	4		
11. Piyasa Uzmanlığı	7		
12. Girişimcinin Katkısı	4		

( \* ) 1’den 10’ a kadar önemlendirilen notlara dayanan ortalama Faktör (A) Tyebee ve Bruno (1984), Faktör ( B ) Premus (1984) verileri

Kaynak: Tuncel, 2000:31

Risk Sermayesi firmalarından Poindexter’in yatırım kriterleri ile Wells’in yatırım faktörleri de aşağıda sıralanmıştır,

**Tablo 8** Wells ve Poindexter'in Değerlendirme Faktörleri

<b>Belirleyici Faktörler (A)</b>	<b>Örneklere (%) İleri Sürülen Kriterler</b>	<b>Belirleyici Faktörler (B)</b>	<b>Ortalama (*) Önemlilik</b>
Yönetim	10,0	Yönetimin kalitesi	1
Ürün	8,8	Beklenen getiri oranı	2
Piyasa	8,3	Beklenen risk	3
Pazarlama Becerisi	8,2	Ortaklık hissesi oranı	4
Mühendislik Becerisi	7,4	Firma yönetiminin payı	5
Pazarlama Planı	7,2	Finansal garantiler	6
Finansal Beceri	6,4	Yatırım aşaması	7
Üretim Becerisi	6,2	Bağlayıcı anlaşmalar	8

Referanslar	5,9	Faiz ve temettü oranı	9
Diğer Katılımcılar	5,0	Hali hazırda kapitalizasyon	10
Endüstri/Teknoloji	4,2	Yatırımcının kontrolü	11
Likidasyon Yolu	2,3	Vergi koruyucu etmenler	12

Kaynak: Tuncel, 2000:31

#### 6.4. RİSK SERMAYESİ YATIRIMIN FİYATLANDIRILMASI

Risk sermayesi şirketlerinin herhangi bir girişime para yatırmadan önce girişimin fiyatını belirlemeleri oldukça zordur. (Scherlis ve Sahlman, 1987; Morris, 1989; Bartlett, 1995; Johnson,1997 aktarım Bulut, Er, 2008:287) Projenin getirisi yatırım yapılmadan önce risk/getiri analizi yapılır. Böylece risk/getirisi belirlenir. (Şirvan, 2002:28) Fiyatlandırma yatırımın süresi üzerinden alınması beklenen toplam kazançla dayanmakla birlikte hem cari gelir hem de sermaye kazançlarını içine almaktadır. (İşeri,1996:49) Risk sermayesi şirketleri zaman içerisinde birçok proje ile karşı karşıya kalırlar. Risk sermayesi şirketlere projeleri fiyatlandırmada daima borsada işlem gören fiyatlarla ve şirket birleşme ile satın alma piyasalarındaki fiyatlarla bir karşılaştırma yapar. (Scherlis ve Shalman 1987; Johnson ,1997 aktarım Bulut, Er 2008:281)

Fiyatlandırma sırasında risk sermayedarı açısından aşağıdaki sorular önem taşımaktadır (İşeri,1996:49);

- Başlangıçta istenen toplam fonlara bağlı olarak girişimcinin koyduğu para (sermaye) ne kadardır?
- İş başlatmak için toplam ne kadar hisse finansmanına ihtiyaç vardır? İş arzulanan hedefte tutmak için yıllar itibari ile ne kadar ek sulandırma gereklidir?
- Şirket ve endüstri borsa da nasıl çekici olacaktır?
- Yatırımın üst sınırı nedir? Ne kadar kar ne kadar süreyle yatırılacaktır?
- Yeni ürünlerin pazarda veya müşteriler tarafından kabulü için gerekli süre ne kadardır?
- Eğer yatırım beklendiği gibi ilerlemezse toplam yatırımın yüzde kaçını kaybedilir? Yatırımın alt sınırı nedir?

Fiyatlandırmada risk sermayedarının kar hedefleri de önem taşımaktadır. Fiyat saptanmasında çoğu risk sermayedarları menkul kıymet analiz araçlarından yararlanır. Aynı endüstrideki lider, orta boy ve küçük boy yer aldığı listeler yapılmakta; şirketlerin satışları, karları, kar marjları, işletme masrafları, genel masrafları, yönetim harcamaları, net kar ve onun satışa oranı ile birlikte net değer ve hisse senedi üzerinden kazanç hesaplanmaktadır. Bazı risk sermayesi şirketleri geliştirdikleri formüller ve yöntemlerle şirketin kazanacağı başarı veya başarısızlık ihtimallerini hesaplama çalışarak fiyatlandırmaya çalışırken, bir kısım risk sermayedarı bu tür hesaplamalardan ziyade şirketleri karşılaştırmayı, hisse senetlerinin seyrini izlemeyi tercih etmektedir. (İşeri, 1996:50)

## **6.5. RİSK SERMAYEDARI İLE GİRİŞİMCİ ŞİRKETİ BAĞLAYAN YATIRIM SÖZLEŞMELERİ**

İş planı ile ortaya konan projenin risk sermaye şirketinin kabulü ile taraflar arasında yatırım anlaşması yapılması aşamasına gelinmiştir. Başarılı ve sağlam bir ilişkinin kurulması yatırım anlaşmasının yasal yapısının sağlam bir yapıyla kurulmasıyla bağlantılıdır. İleride halka açılabilme aşamasındaki gelişmelerin her yönünün hukuki açıdan ortaya konması gerekmektedir. Ancak her risk sermayesi yatırımında, tüm yasal belgeler ve özellikle yatırım anlaşması tarafların menfaatlerine göre, beklentilerine göre şekillenmektedir. (Uludağ, 1996:66) Dünya uygulamasında risk sermayesi yatırımında, yatırım anlaşmalarında ilgili yasal belgeler aşağıdaki gibi sıralanmıştır (Henderson, 265 vd, Law Institute, 96 vd, aktarım Uludağ, 1996:67);

- Yatırımın mali koşulları ve şartlarını özetleyen bir “ protokol ”
- Risk sermayesi şirketinin satın alacağı menkul hizmetleri ( hisse senetleri veya borç senetleri )’nin satın alınma koşulları, sermayedeki ortaklık payı, diğer ilgili şartları belirleyen yatırım sözleşmesi
- Hisse senetlerinin oy hakkı veya bunların devredilme koşullarını prosedürlerini düzenleyen hissedarlık anlaşması
- Çalışanların veya yönetimin hisse senedi almasına dair opsiyon hakkı anlaşması

- Proje ile ilgili sırların saklanması sağlayan gizlilik anlaşması

## 6.6. RİSK SERMAYESİ YATIRIMININ HUKUKİ PROSEDÜRÜ

Girişimci ile Risk sermayedarı arasında başarılı bir ilişki kurulabilmesi için sözleşmelerin dikkatle hazırlanması gerekmektedir. Söz konusu sözleşmeler işi baştan halka açılmaya kadar ele alan kapsamlı düzenlemeleri içermektedir. Her risk sermayesi ile ilgili yapıla sözleşmeler aşağıdaki gibi özetlenmiştir.

- Yatırımın finansal yönü ve diğer konularda kullanılan terimlerin açıklanması
- Yapılacak yatırıma dair anlaşmalar
- Yönetim hisselerin devri ve oy haklarına ilişkin anlaşma
- Çalışanların hisse alımlarına ilişkin anlaşma
- Şirket danışmanının hukuki görüşü.

Yatırım anlaşmalarının hukuki etkisi diğer ticari kontratlar gibidir. Anlaşma satın alma fiyatını ve işlemlerin ne şekilde yapılacağını içermektedir. Birçok risk sermayesinin yatırım anlaşmasında aşağıdaki unsurlar içermektedir;

- Şirket organizasyonu ve yürütmede yetkili kişiler
- Tüm faaliyet ve ihraçların şirketler hukuku hükümleri dahilinde yürütüleceğine ilişkin düzenlemeler, şirketin türü

Kamu kurumlarında alınacak izinlere ilişkin bilgiler (Tuncel,2000:38,39):

- Şirketin durumunu olumsuz etkileyebilecek dava açılmamasına ilişkin düzenlemeler
- Anahtar personelin istihdamına ilişkin düzenlemeler
- Diğer yasalara aykırı işlemlere gidilememesine yönelik düzenlemeler,
- Marka, patent vb. haklara ilişkin sahiplik hususu
- Finansal bilgilerin bağımsız denetimden geçmiş ve genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olarak hazırlanması,
- Üçüncü kişilerin garantileri veya yatırımı hususu,

- Menkul kıymetleri düzenleyen yasalara uygunluk,
- Tescil haklarına ilişkin düzenlemeler,
- Açıklık düzenlemeleri,
- Sözleşmeyi ilgili araçlara ödeyecek komisyonlar,
- Şirketin kapitalizasyonuna ilişkin hükümler.



## BÖLÜM 7 RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARINA ÜLKE ÖRNEKLERİ

Girişim sermayesinin yakın insanlık tarihinde ki başlangıcı “muradaba ” ile olmuş, Orta Çağ Avrupa’ sını da “commenda ” ile ticaret hayatına girmiştir. Fakat 17.yy sonlarına gelindiğinde ortaklıklar kanunlar geliştirilerek şirketleşmiş böylece muradaba ve commenda’nın özelliklerinden bazıları ortadan kalkmıştır. (Ark,2002:83 )1900-1950 yılları arasında gelişmiş bazı ülkeler, ellerinde biriken fazla sermayeyi politik amaçlarla ve kendi ürünlerine pazar oluşturmak amacıyla geliştirmekte olan ülkelere faiz karşılığında kredi, yardım veya bağış olarak kullanılmışlardır. (Tuncel, 2000:93)

Risk sermayesi Avrupa’ da 1990’lı yıllara kadar büyük ölçüde sınırlı kalmıştır. Örneğin; 1986’da Belçika’ da 195, Fransa’da 195, Hollanda’da 128, İngiltere’de 65, İsveç’te 61, Almanya’da 43, İspanya’da 34, Danimarka’ da 22, İtalya’da 21, İrlanda’da 17, Norveç’te 14, İsviçre’de 13, Finlandiya’ da 9.7, Avusturya’da 1.8 ve Portekiz’de 0.3 milyon dolarlık hacimde risk sermayesi kullanılmıştır. Aynı yıl bu miktar Avusturalya’ da 417, Japonya’da 2.351 ve ABD’ de ise 3.181 milyon doları bulmuştur. (Orhan, Yılmaz, 2006:2)1950’den sonra artan teknoloji yarışı AR/GE /GSMH oranını arttırmış bu durumdan dolayı borç vermek yerine teknolojiyi geliştirmekte olan ülkelere satmak tercih edilmiştir. (Tuncel, 2000:93)

Son aşama ise, 1980’li yılların başından bu yana gelişen uluslararası risk sermayesidir. Burada teknoloji maliyetinin, firma/ülke kalmaması için, gelişmiş ülkeler teknoloji geliştirmeyi kendileri finanse etmemekte, yeni buluşlara yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. (Tuncel, 2000:93) Risk sermayesinin Avrupa’ da kullanımı, bankacılık sistemine, yatırım bankacılığının dâhil edilmesiyle artmıştır. (Orhan, Yılmaz, 2006:3) 1983-1996 yılları arasında AB ülkelerinde risk sermayesi kullanımının 1996-2000’li yıllara kıyasla düşük kaldığı görülmektedir. Teknoloji ve bilişim alanında gelişmeler risk sermayesini kullanımını da artırmaktadır. 2002 yılı rakamlarına göre AB ülkelerinde bilişim teknolojileri pazarının büyüklüğü 871 milyar Euro’dur. 1990-2000 yılları arasında AB ülkelerinde risk sermayesi şirketlerinin toplam fon büyüklüğü 180 milyar Euro’ya ulaşmıştır. Söz konusu ülkelere 2000 yılında risk sermayesi fonlarına ayrılan tutar yaklaşık 48 milyar Euro’dur. Bu fonların 35 milyar Euro’luk bölümü 11.000 adet girişim şirketinde yatırıma dönüştüğü görülmektedir. (Okuyan, Çalışkan :2002:9) Sonuç olarak

günümüzün gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri uzun yıllar sonunda bazı ortak özelliklere sahip hale gelmişlerdir. Gelişmiş ülkelerde, 1950'li yıllardan sonra, risk sermayesi finansman modeli ve yatırım şeklinin giderek hızla gelişmesinde etkili olan faktörleri şu şekilde sıralayabiliriz. (Uludağ, 1996:3,4):

- Zaman içinde alışılmış mal ve hizmetleri üreten firmalara yapılmakta olan yatırımların giderek çekiciliğini yitirmesi,
- Yüksek teknoloji gerektiren yöntemlerin finansmanına devletin getirdiği kolaylıklar ve bu tür yatırımların sağladığı kârlar,
- Ülkeler arası giderek hızlanan teknolojik rekabet sonucu ülkelerin teknolojik gelişmeyi oldukça az bir maliyetle yakinen izlemeleri ve bu gelişimi kontrol altına alma arzulan,
- Risk sermayesi yatırımlarından sağlanan kazançlara vergilendirme açısından getirilen avantajların önemi,
- Son yıllarda sermaye piyasalarının gelişmesi, derinlik kazanması kuşkusuz yukarıda sayılamayan pek çok diğer faktörlerde, risk sermayesi yatırımlarının artmasına, gelişmesine katkıda bulunmuştur

Son olarak, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye' de risk sermayesi finansman modelinin gelişmesini zorunlu hale getiren ortak neden; geleneksel finansman kurumları olan bankaların kredi faiz oranlarının oldukça yüksek olmasıdır. Bu yüksek faiz oranlarını kullanarak uzun vadeli projelerde yer almak mümkün olmamaktadır. İşte bu sebepten ötürü risk sermayesi finansman modeli faiz ve anapara tarzında geri ödeme zorunluluğu içermeyen bir finansman şeklinin önemini ortaya koymaktadır. (İçerli, Akkaya, 2001: 62)

## **7.1. GELİŞEN ÜLKELERDE RİSK SERMAYESİ FON KAYNAKLARI**

Risk Sermayedarlarını Bireysel ve Kurumsal Risk Sermayesi olarak ikiye ayırmak mümkündür. Bireysel Risk Sermayedarı sürekli yeni yatırım yapacak yeni girişimcileri ararlar. Özellikle proje aşamasında veya yeni kurulmuş şirketleri tercih ederler. Ayrıca yatırımda buldukları şirketlerin yönetiminde aktif olarak görev alırlar. Kurumsal Risk Sermayedarı ise birçok işletmeye yatırım yaparak riskini azaltmaya çalışır. Risk



sermayedarlarının sektördeki payı ABD ve Avrupa ülkelerinde farklılık göstermektedir. ABD’ de risk sermayesi kaynaklarının yaklaşık %50 si emeklilik fonlarınca Avrupa’ da ise en büyük faktör bankalardır. Avusturalya ve Yeni Zelanda’ da risk sermayesi uygulaması ABD ile paralel yapıdadır. Japonya ve Güney Kore’ de ise farklı bir yapı söz konusudur. (Kaya, 2001:12,1

**Tablo 9 Amerika ve Avrupa'da 1995-1999 Yılları Arasında Özel İştirak/Risk Sermayesi Kaynakları**

	ABD %	AVRUPA %
Emeklilik Fonları	50,00	22,06
Bankalar ve Sigorta Şirketleri	9,1	40,01
Varlıklı Bireyler ve aileler	11,3	6,00
Diğer ( Yabancı yatırımcılar, devlet, vakıflar vb)	14,5	22,01
Büyük Sermaye Grupları	15,1	9,2

Kaynak: Baygan ve Freudenberg ,2000:45 ( Aktarım Kaya, 2001: 13)

**Tablo 10 Asya'da 1999 Yılında Yapılan Özel İştirak /Risk Sermayesi Yatırımlarının Kaynakları**

	Avusturalya ( %)	Yeni Zelanda (%)	Japonya (%)	Güney Kore (%)
Emeklilik Fonları	52	48	5	2
Bankalar ve Sigorta Şirketleri	13	19	30	18
Varlıklı Bireyler ve aileler	7	7	2	5
Diğer ( Yabancı yatırımcılar, devlet, vakıflar vb)	20	19	12	24
Büyük Sermaye Grupları	8	7	51	51

Kaynak : Kaynak: Baygan ve Freudenberg ,2000:45 ( Aktarım Kaya, 2001: 14)

**Tablo 11 Avrupa Birliği Ülkelerinin Risk Sermayesi Yatırımları Sıralaması**

2005/2006		2007		2008		2009/2010		2011		2012	
İngiltere	3	İngiltere	3	İngiltere	2	İngiltere	3	İngiltere	2	İngiltere	3
Almanya	9	İsveç	8	Almanya	7	Hollanda	9	İsveç	8	İsveç	8
Danimarka	10	Finlandiya	9	İsveç	9	Almanya	10	Hollanda	9	Almanya	9
Finlandiya	12	Hollanda	10	Hollanda	10	İsveç	11	Almanya	10	Danimarka	11
İsveç	13	Danimarka	13	Danimarka	11	Danimarka	12	Finlandiya	11	Hollanda	12
Hollanda	14	İrlanda	14	Finlandiya	13	Finlandiya	15	Danimarka	12	Belçika	14
İrlanda	16	Almanya	16	İrlanda	15	Fransa	16	Fransa	14	Fransa	15
Fransa	17	Fransa	17	Fransa	17	Belçika	17	Belçika	15	Finlandiya	17
Belçika	19	Belçika	18	Belçika	18	Avusturya	19	Avusturya	22	Avusturya	21
Avusturya	20	İspanya	20	Avusturya	20	İspanya	20	İspanya	23	İrlanda	23

**Kaynak:** Alexander Groh, Heinrich Liechtenstein, Karsten Lieser , **The Global Venture Capital And Private Equity Country**

**Attractievens Index-Annual 2009**,IESE Business School-University of Navara ,2009 ( Aktarım İsabetli, Tuna,2014:41)

## 7.2. AMERİKA BİRLEŞİK DEVLETLERİNDE RİSK SERMAYESİ

Çağdaş bir finansal yöntem olan Risk Sermayesinin ilk uygulandığı yer Amerika Birleşik Devletleridir. Değişik zamanlarda ABD' ye göç eden kişiler " girişim sermayesi" adı altında iş kurabilmek için bankalardan uzun vadeli krediler alarak aslında risk sermayesi oluşumunun temelini atmıştır. (Kuğu, 2004:143) II. Dünya Savaşı sonrasında Amerikalı iş adamı Laurance Rockefellerin asker arkadaşlarına savaştan sağ dönmeleri halinde destek sözü vermesi ve bu sözü yerine getirmesi ile risk sermayesi aslında günümüze bu şekilde gelmiştir. Burada Rockefeller çok planlamamasına rağmen bu kaynak aktarımını bir yardım veya borç olarak değerlendirmemiş, aksine arkadaşlarının kuruluşlarından risk sermayesi yöntemi ile hisse alarak ortak olmuş ve böylelikle risk sermayesinin ana fikri oluşmuştur. (Çizakça, Activeline Şubat 2001:14) Risk sermayesi finansman modeli uygulamasında gelişen Amerika' da risk sermayesi fonları belli başlı üç kaynaktan oluşmaktadır. ( Çiller, Çizakça,1989:122)

- Teşebbüs Destekleme Ajansından Sağlanan Kaynaklar,
- Emekli Sandığı Fonları
- Bankaların Yatırım portföylerinin yüksek risk –yüksek kazanç bölümleri

ABD'nin ilk risk sermayesi şirketi Amerikan Research and Development Corporation of Boston ( ARCD ) 1946 yılında kurulmuştur. Bu şirket risk sermayesi oluşumunun ilk kurumsallaşmış örneği olarak kabul edilir. (Şirketin 1970 yılında bilgisayar firması dijitalle yapmış olduğu 70.000ABD doları tutarındaki yatırım 15 yıl içinde 5000 kat artarak 350.000ABD dolarına yükselmiş ve dijital başka bir bilgisayar firması olan compaq ile birleşerek 1998 yılında değeri 10 Milyar ABD dolarına ulaşmıştır. (Kaya, 2001: 10 ) 1970'lerin sonlarından itibaren risk sermayesi sektöründeki önemi giderek artan Bağımsız risk sermayesi şirketleri 1986' da risk sermayesi havuzunun %75'ine sahip olmuştur. (İşeri,1996:62) National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ) olan borsa 1971 yılında kurulmuştur. Sermaye sahibi yatırımcılar bu piyasadan hisse senedi alım-satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve gerçekçi bilgi edinme imkanına sahip olurken, risk sermayesi ile büyüyen şirketlerde burada rahatça kayıt imkânı bulabilmekte ve hisse satımı gerçekleştirebilmektedir.

NASDAQ, işlem hacmi ve işlem sayısı ile dünyanın en büyük borsası haline gelmiştir. (Kuğu, 2004:144) 1980 yıllarından sonra ise risk sermayesi Amerika’ da büyük bir yükselişe geçmiştir. Bu yükselişe geçişin en önemli nedeni ise vergi oranlarında yapılan indirim başta olmak üzere Employee Retirement Income Security Act’ın emekli sandıklarının fonlarının belli bir oranının, riskli fakat yüksek kazançlı yatırımlara yönelmesine izin verilmesi gösterilmektedir. (İşeri, 1996:62,63)

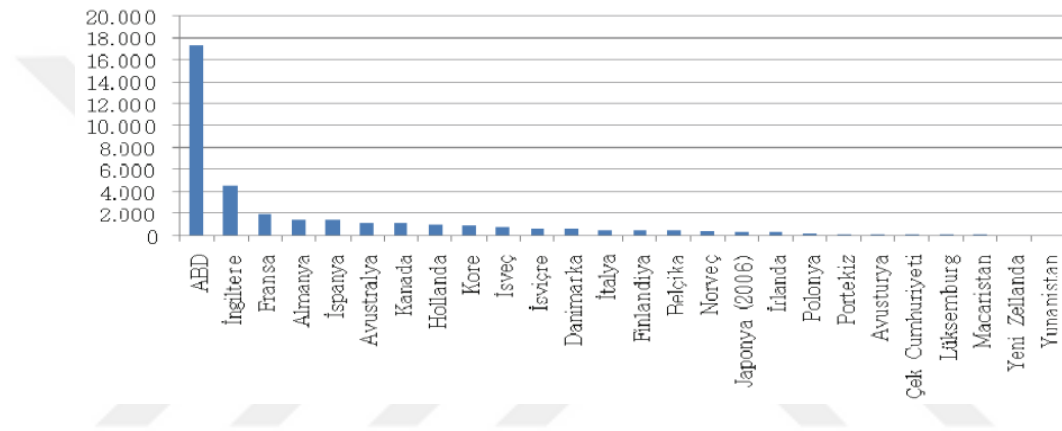
**Tablo 12 Amerika’da Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı**

Yıl	Fonlanan Firma Sayısı	Toplam Yatırım Miktarı ( Milyon ABD Doları )
1990	1.317	3.376,21
1991	1.088	2.511,43
1992	1.294	5.177,56
1993	1.151	4.962,87
1994	1.191	5.351,18
1995	1.327	5.608,30
1996	2.004	11.277,67
1997	2.696	17.207,05
1998	3.155	22.576,49
1999	3.956	59.163,93
2000	5.458	103.848,59

**Kaynak:** www. nvca.com ( aktarım Kaya, 2001:11)

Aşağıda Amerika’ da risk sermayesinde başarılı olan uygulama örnekleri verilmeye çalışılmıştır; Macintosh bilgisayarlarıyla tanınan Apple Computer Inc.1977’ de Venrock risk sermayesi kurumunca başlangıç sermayesi sağlanarak kurularak, 6 yıl gibi kısa bir süre içerisinde bu hisseler 1’ e 170 oranında kazanç getirmiştir. Apple’ın kurucularından Steve Jobs ise aynı süre içinde 185 milyonluk kişisel servet sağlamış ve 1985’ te bu kez kendi sermayesi ile Next Bilgisayar şirketini kurmuştur. Apple’ın 1982 yılı satışları 583 milyon\$ ( %57 artış istihdamı ) 3.800 kişidir. 1976’ da 200 bin 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 eyaletinde bulunan Silicon Valley’ deki çok sayıdaki şirket de risk sermayesinin desteği ile kurulmuştur. 1974’ de 1,5 milyon \$ sermaye ile kurulan Tandem Computers, 1982’ de 312 milyon \$ ciro elde ederken bu rakam 1990’ da 1,9 milyar \$’ a çıkmıştır. (Zaimoğlu, 2001: 178 ) ABD’ de

1980 yılında kullanılan sermaye fonu 1.2 Milyar USD, bu rakam 2000 yılında 60 Milyar doların üzerinde olmuştur. 2004 yılında ise 100 Milyar doların üstüne çıkmıştır. (Kuğu,2004:144) 2008 yılında Dünya’ da risk sermayesi yatırımları incelendiğinde 17 Milyar dolarlık yatırımı ile önde gelirken İngiltere, Almanya ve Fransa ABD’yi izlemektedir. (Bayar, 2012: 136) 2008 yılından itibaren risk sermayesi yatırımlarının azaldığını bunun farklı nedenleri olduğu kadar en büyük sebebinin Amerika Birleşik Devletleri’nde 2007 yılında başlayıp 2008 yılında uluslararası piyasalara bulaşan ve 2009 yılından sonra etkisini arttıran ekonomik kriz olduğu bilinmektedir. (Tuna, İsabetli, 2014:36)



**Şekil 6 Risk Sermayesi (Milyon ABD Doları 2008)**

Kaynak: OECD,2009:23 ( aktarım, Bayar,2012:136 )

## 7.2. İNGİLTERE’DE RİSK SERMAYESİ

İngiltere’ de diğer Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında yüksek düzeyde özel hisse senedi ve risk sermayesi yatırımı bulunmakta olup sektör önemli bir hacme ulaşmıştır. Buna karşın, küçük ve teknoloji yoğun işletmelerin risk sermayesi kullanım oranı düşüktür. İç ve dış kurumsal yatırımcılar ise ilk aşama ve başlangıç sermayesi yerine daha çok ileri aşama finansmanı için sermaye teminine yönelmiştir. İngiltere’ de özel hisse senedi piyasası 1980’lerde küçük ve bölünmüş bir yapıdadır. (Çapanoğlu,2005:35) İngiltere ‘ de 1986 yılında 65 milyon dolar risk sermayesi yatırımı olmuştur. 1996 yılında ise 883 milyon dolardır. (Orhan, Yılmaz, 2006:2) 1990’ların sonlarında önemli bir boyuta ulaşmıştır. 1998-2001 döneminde İngiltere, GSYİH içinde risk sermayesi yatırımlarının payı bakımından OECD ülkeleri içinde ilk sırada yer almıştır. 1990’ların ortasından 2000

yılına kadar İngiltere 'de özel hisse senedi piyasasında yatırımlar artmış ve risk sermayesi yatırımları hızla yükselmiştir. (Çapanoğlu, 2005: 35 )

İngiltere' de Risk Sermayesi yatırımlarıyla desteklenen 175 şirkete uygulanan anket çalışmasının sonuçlarında risk sermayesi yatırım finansman modeli ile ilgili önemli bulgulara rastlanmıştır. Bu sonuçlarda en önemli bulgu yatırımlarıyla desteklenen şirketlerin ülke performansı ve rekabet gücüne belirgin katkılarda bulunduğuudur. Yapılan çalışmalar sonucunda Risk sermayesi ile desteklenen şirketler daha fazla istihdam yaratmaktadır. 1994-1998 yılları arasında İngiltere' de istihdam oranı %1 oranında artarken risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketlerin istihdam oranı ortalama %24 oranında büyüme göstermiştir. Ankete katılan şirketlerin yüzde 95'nin risk sermayesi yatırımı almamış olması durumunda var olamayacakları ya da daha yavaş büyüyecekleri belirtilmiştir. Risk Sermayesi yatırımı alan şirketlerin ülke ekonomisi üzerinde de gelişme gösterdiği görülmektedir.1994-1998 yılında toplam ihracatı % 8 büyürken, risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketlerde %40 oranın da bir büyüme olduğu gözlenmiştir. (Kaya, 2001:39) İngiltere' de risk sermayesi sektöründe yer alan şirketler şöyle sıralanabilir (İşeri, 1996: 72);

- Bağımsız Şirketler,
- Devletin İşletme Başlangıç ve İşletme Genişletme Programı adlı programları altında kurulmuş Risk Sermayesi Fonları,
- Bankaların kolları,
- Londra ve İskoçya takas bankaları ve “The Bank of England ” tarafından 1945' te kurulmuş olan Sektör Yatırımcıları denilen finans kuruluşlarıdır.

Günümüzde ABD, İngiltere, Japonya, Kanada ve Almanya' da Risk sermayesi modeli ileri teknoloji geliştiren bir konumdadır. Bu ülkelerin ekonomik gücün temelinde teknoloji üretimi bulunmaktadır. Teknoloji üretiminin yüksek olmasında ki en önemli risk sermayesi yatırımlarının yüksek olmasıdır. (Akkaya , İçerli, 2001:62 )

### **7.3. ALMANYA'DA RİSK SERMAYESİ**

Teknoloji ağırlıklı sanayileşme stratejinin benimsendiği Almanya' da özellikle II. Dünya savaşından sonra ortaya çıkan risk sermayesi genel olarak dinamik, yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak

tanıyan bir yatırım finansman biçimi olarak tanımlanır. (İpekten, 386) Almanya’ da risk sermayesi sektörü geç gelişmiştir. İlk Alman risk sermayesi şirketi olan Technoventure, ancak 1983’ te Münih’ te kurulabilmiştir. Yeni şirketlerin finansmanı için Alman menkul kıymetler borsasına girmeleri oldukça zordur. Yeni şirketler borsaya girişlerinde büyük güçlüklerle karşılaşmaktadırlar. Menkul kıymetler borsası ( Amtlicher Handel ) ve İkincil Piyasa’ ya (Geregeller Frelverkehr) giriş için başvuran şirketlerin hem banka hizmetlerini sağlamaları, hem de yatırımcıları korumaları gerekmektedir. (İşeri, 1996:61) Avrupa’ da risk sermayesi yatırımlarının büyük bir kısmı bankacılık sektörünün desteği ile yapılmaktadır. Bu anlamda Almanya’nın girişimleri olmuşsa da dünya sıralamasında diğer ülkelerin gerisinde kaldığı görülmüştür. (Tuna, İsabetli, 2014:39 ) Almanya’ da risk sermayesinin gelişmemesinin bazı nedenleri vardır;

- i. Devletin KOBİ’lere aşırı destekte bulunması,
- ii. Bankaların KOBİ’ler üstündeki yoğun hâkimiyeti,
- iii. Kültürel risk çekingenliği,
- iv. Alman vergi sisteminde faiz geliri lehine, hisse senedi geliri aleyhine hükümler olması ( kar payı geliri kaynağında vergilendirirken, faiz geliri beyana tabi olup büyük bir kısmı vergilenmemektedir. )
- v. “Bauherren modelle” adı verilen bir tür yüksek risk ortaklıklarının vergiden tamamen, komandit ortakların ise % 50 oranında vergiden istisna edilmeleri. (Bu nedenle kişiler kendi ortaklıklarını kurmak yerine bu tür ortaklıklara girmeyi tercih etmektedirler.
- vi. Sermaye piyasasına kotasyon koşullarının ağır oluşu ve küçük işletmelerin halk açılmada karşılaştığı zorluklar. (Tuncel, 2000: 96)
- vii. Almanya’ da Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi oranları yüksektir. (Zaimoğlu, 2001:186 )

1960’larda sermaye yetersizliğine karşı hisse senedi yatırım şirketleri kurulmaya başlanmış ve 1970’lerde KOBİ’ler ve yeni yatırımları desteklemek amacıyla yatırım şirketlerinin teşvik edilmesiyle risk sermayesi faaliyetleri başlamıştır. Kurumsal olmayan yatırımcıların KOBİ’lere yönelik dolaylı yatırımlarına imkân vermek amacıyla 1987 yılında hisse senedi yatırım şirketleri yasası çıkarılmıştır. Bu şirketlere bazı vergi avantajları sağlanarak ticaret ve sermaye kazançlarının vergilendirilmesinde muafiyet tanınmıştır. 2002 yılında ise mevzuatta özel hisse senedi yatırımları lehine düzenlemeler

yapılmıştır. Bu kapsamda, şirket satın almalarına ilişkin yasa, borçlar ve sözleşmeler kanununda genel düzenleme getiren medeni hukuk reformu gelişmiştir. (Çapanoğlu, 2005: 39)

#### **7.4. JAPONYA'DA RİSK SERMAYESİ**

Japonya' da risk sermayesi sektörü fazla gelişmemiştir. 1988 yılı itibariyle ülkede 20' den fazla risk sermayesi şirketi bulunmaktadır. Japonya' da risk sermayesi şirketlerine geleneksel finans kuruluşları tarafından yatırım sağlanmakta ve risk sermayesi şirketleri bu kuruluşların bir kolu olarak çalışmaktadır. (İşeri,1996:77) ABD deneyimlerini takip eden Japonya risk sermayesi finansman modelinde de kendi ekonomik sistemine uyumlaştırma çalışmaları yapmıştır. Ancak bu İngiltere kadar başarılı sonuçlar vermemiştir. Çünkü Japonya' da finansal sistem büyük kurum ve kuruluşlara dayanmaktadır. Bu kuruluşlar teknolojik gelişmeleri izlemek bir yana yeni teknoloji yatırımlarına kendileri üretmiş böylelikle teknolojik olarak gelişmede bir boşluk oluşmuştur. (Tuncel,2000:98 )

Japonya' da risk sermaye şirketleri bankaların ve sermaye şirketlerinin dışında 1974 yılında kurulmuştur. Bu dönemde 160 civarında risk sermaye şirketi varken günümüze kadar şirketlerin artışı teknolojinin ilerlemesi, Avrupa'daki risk sermayesi yatırımlarındaki gelişmeler de göz önünde bulundurularak girişimcilerin daha fazla risk alma isteği artmış ve yatırımlar Japonya' da artmıştır. 1974 yılında 160 sermaye risk sermayesi şirketinin 21' i sermaye piyasasıyla ilgili, 74'ü banka kökenli, 12'si sigorta şirketi kökenli ve kalan 19 şirket bağımsız şirkettir. En yaygın risk sermaye şirketi toshi jigyo kumiği'dir. Japonya' da risk sermayesinin gelişmemesinin başlıca bazı nedenleri aşağıdadır (İşeri, 1996:78);

- Ekonomiye büyük ölçüde hâkim dev şirketlerin varlığı göstermektedir.“ Zaibatsu ” denilen bu şirketler iki nedenle risk sermayesi sektörünün gelişimini yavaşlatmaktadır. Birincisi, bu dev şirketler ülkede oligopsont piyasası oluşturmaktadır. Yani çok fazla satıcı bulunmasına karşın sınırlı sayıda alıcı bulunduğu her alıcının satın alacağı miktar ve satıcıya ödeyeceği fiyatın , rakip alıcıların fiyat ve miktarlarını etkileyebileceği piyasa türü hakimdir.



- “ Zaibatsu ” olarak adlandırılan bu şirketlere giren kişiler kendilerini emniyette hissetmekte ve girişimcilik heveslerini kaybetmektedirler. Bu sebepten ötürü kendilerini riske atmak istememektedirler.
- \*Risk sermayesinin yavaş gelişimi bir ölçüde de, ikincil piyasanın aktif olmayışından kaynaklanmaktadır.

Japonya’ya özgü bir diğer farklı uygulama “ömür boyu istihdam” sistemidir. Büyük şirketler genç insanları doğrudan üniversiteden alıp, emekliliklerine kadar istihdam etmek eğilimindedirler. Terfi ve ikramiyelerin miktarı yaş ve hizmet süresine bağlı olarak değişmektedir. Bu sistem doğal olarak potansiyel müteşebbisi kendilerini kurma konusunda teşvik etmemektedir. (Zaimoğlu, 2001: 179)

## **7.5. İSRAİL’DE RİSK SERMAYESİ**

Risk sermayesinin gelişimine yönelik devlet programlarının başarısı ile dikkatleri üzerine çeken İsrail diğer ülkeler için de iyi bir örnek olarak değerlendirilmektedir. (Kaya, 2001:22) İsrail’ de risk sermayesi finansman modeli nerdeyse ABD kadar hızlı büyümektedir. İsrail küçük bir ülke olmasına rağmen son on yılda bu alanda 3,5 milyar dolarlık fon yaratılmıştır. Özellikle teknoloji şirketlerinin sayısı çok fazladır. NASDAQ’ ta kote olan şirket sayısı 150’ dir. (Şirvan, 2002:16)

İsrail’ de arka arkaya uygulanan iki program ülkede profesyonel risk sermayesi endüstrisinin gelişiminde etkili olmuştur. Bu program inkübatör programıdır. Yani İsrail’ de girişimciler ve başlangıç aşamasındaki firmalara risk sermayedarları fiziki imkânlar, teknik destek, finansman olanaklarına erişim, hukuki yardım ve iletişim sunan kuruluşlarla destek sağlamışlardır. (Kaya, 2001:22)

İkinci program; Yozma (Girişim); yabancı sermayesi şirketlerinin İsrail’de gerçekleştirecekleri yatırımları destekleyerek İsrail risk sermayesi endüstrisinin geliştirilmesi amaçlanmıştır. (Kaya, 2001:23)

# BÖLÜM 8 TÜRKİYE’DE RISK SERMAYESİ UYGULAMASI

Türkiye’de risk sermayesi ile ilgili ilk düzenleme 06.11.1998 tarih, 23515 sayılı Resmi Gazete’ de yayımlanan Sermaye Piyasası Kurulu ( SPK ) Seri :VI, No: 10 Risk Sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği ile yapılmıştır. (Çoban, Saban: 138 ) Risk sermayesi, Sermaye Piyasası Kurulu mevzuatında; Türkiye’ de kurulmuş veya kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerini likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarında ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen uzun vadeli kaynak aktarım biçimi şeklinde tanımlanmaktadır. (SPK Mevzuatı, Seri VIII No:21)

Türkiye’ de bu alandaki ilk gelişme sermaye imkânları kısıtlı girişimcilere destek olmak amacıyla “ İşsizlikle Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Koordinasyon Kurulu” nun oluşturulmasıdır. Bu kurul aynı zamanda bir risk sermayesi sisteminin kurulması aşamasını da göstermek üzere Teşebbüs Destekleme Ajansı(TDA)’nın kurulmasıdır.. (Çonkar:2007, 85) TDA’nın faaliyet alanı teknolojik alanda yeni mal ve hizmet amaçlayan finansal destek dışında teknik ve idari konuda da destek sağlamak olmuştur. (Civan, Uğurlu, 2002:92)

TDA’nın teknik ve idari konularda girişimciye destek olması planlanmıştır. ( Tuncel:1995, 120) TDA bir vakıf şirketi olduğu ve çeşitli kuruluşlardan karşılıksız destekler alarak doğrudan kredi vereyi amaçladığı için risk sermaye şirketleri ile amaç ve yöntem bakımından farklı olmuştur. Aynı dönemde yeni teknolojiler alanında hükümetin bu konuda politikası araştırma-geliştirme ve üretim yapmak isteyen küçük girişimcilere, doğrudan risk sermayesi verilmesi şeklinde olmuştur. Ancak daha sonra yaşanan siyasal gelişmelerin ekonomik kararlara yansısıyla 1988-1989 döneminde TDA’nın faaliyetleri durduruldu ve risk sermayesi şirketi kurma çalışmalarına ara verilmiştir. (Kaya, 2001:29)

Türkiye’ de risk sermayesi 1990’lu yıllardan itibaren uygulamaya başlanmıştır. Bu konudaki ilk girişimler bankalar tarafından gerçekleştirilmiş olup Türkiye’ deki ilk risk sermayesi şirketi Vakıf Risk A.Ş.’dir. Daha sonra İş Sermaye Şirketi A.Ş.

kurulmuştur. ( Çoban, Saban,2006:138 ) Yabancı sermaye de bu amaçla çeşitli yatırımlar yapılmıştır. Türkiye’ de faaliyet gösteren yabancı risk sermayesi kurumları arasında AIG, Alliance Capital ve Morgan Stanley gibi kurumlar bulunmaktadır. (Akkaya, İçerli:2001,62 ) 1990 yılında Dünya bankası ile birlikte hazırlanan teknoloji geliştirme projesi çerçevesinde, ileri teknoloji yatırımlarının finansmanı amacıyla bir risk sermayesi şirketinin kurulması gündeme gelmiştir. 1991 yılında ise bu projenin bir parçası olarak teknoloji geliştirme vakfı kurulmuş olup Türk Standartları Enstitüsü için 100 milyon\$ kredi sağlanmıştır. Yasal alt yapısının oluşturulduğu 1992 yılından itibaren 15 yıl geçmesine rağmen Türkiye risk sermayesi sektöründe yeterli bir gelişme gösterememiştir. (Çonkar;2007:91)

1993 yılında Sermaye piyasası kanununa dayandırılarak çıkartılan 21 sayılı “ Risk Sermayesi Yatırım Ortaklarına İlişkin Esaslar Tebliği ” ile konulu tebliğ düzenlenmiştir. 1998 yılında söz konusu tebliğde değişikliğe gidilerek kurulacak şirketlerin kuruluş sermayesi 500 Milyar TL’ ye çıkartılarak yatırım alanlarına esneklik getirilmiştir. Tebliğde Risk Sermayesinin yatırımı “ Girişimci şirketlerin birinci el piyasalarda ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına yapılan uzun vadeli yatırımları ifade eder.” şeklinde yapılmıştır. (İpekten, 388) Daha sonra 2003 yılında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliği yayınlanarak bir önceki tebliğ yürürlükten kaldırılmıştır. Bu tebliğ çerçevesinde;

- Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı: Kayıtlı sermaye olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak girişim sermayesi yatırımlarına yöneten ve kanunda risk sermayesi yatırım ortaklığı olarak ifade edilen ortaklıkları,
- Girişim Şirketi: Türkiye’ de kurulmuş olan ve kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketleri
- Girişim Sermayesi Yatırımı: Bu tebliğin 20. Maddesindeki esaslar çerçevesinde yapılan yatırımları ifade etmektedir. (Çoban, Şaban 138)
- 1990’lı yılların ortalarından sonra özellikle SPK’ nın düzenlemeleriyle Risk sermayesi finansman modeli ile ilgili çalışmalar başlatılmış ancak 2000’li yılların başına kadar bir gelişme göstermemiştir. (Tuna, İsabetli, 2014:42) 2000’li yıllardan sonra risk sermayesinin gelişebilmesi için teknoparklar kurularak üniversite ve sanayilerle iş birliği yapılmıştır. Teknoparklar,

teknolojik yeniliklerin oluşturulmasında işletmelere bilimsel destek sağlayan kuruluşlardır (İştar, 2013:190)

**Tablo 13 Amerika, İngiltere ve Türkiye'de Risk Sermayesi ve Fon Kaynakları**

<b>Amerika</b>	<b>İngiltere</b>	<b>Türkiye</b>
Bağımsız RS ortaklıkları	Bankaların oluşturduğu fonlar	Bağımsız RS şirketleri ( Vakıf Risk A.Ş.)
Şirketlerin RS ile ilgili kuruluşları	Yatırım Kuruluşları Destekli Fonlar	Şirketlerin RS bölümleri
Küçük İşletme Yatırım Şirketleri	Şirket ve diğer özel fon destek fonları	Küçük işletmelere yatırım yapan özel şirketler
Ar-ge ortaklıkları	Şirket ve diğer özel sektör fonları	Ar-ge konusunda faaliyet gösteren özel ortaklıklar
Özelleşmiş Fonlar ve inkubatörler	Yarı resmi kuruluşların fon kaynakları	Bankaların bu alanda faaliyet gösteren kolları

Kaynak: Şirvan, 2002:17

## **8.1. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİ YATIRIM ORTAKLIKLARININ FAALİYETLERİ**

### **8.1.1. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

Türkiye' de kurulan ilk risk sermayesi şirkettir. Vakıf Risk Sermaye Ortaklığı Sermaye kurulunun 04.04.1996 tarih ve 455 sayılı kararı ile uygun görülmüştür. (Kaya, 2001:34 )

**Tablo 14 Vakıf Risk Sermayesinin Ortaklık Yapısı**

<b>Ortağın Unvanı</b>	<b>Pay Oranı( %)</b>
T. Vakıflar Bankası T.A.O	51,00
Güneş Sigorta A.Ş.	0,05
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	0,05
Vakıf Deniz Finansal Kiralama A.Ş.	0,05
Halka Açık Kesim	48,85
Toplam	100,00

Kaynak: ( Kaya, 2001:35 )

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı 2009 yılında Rhea yatırım grubuna satılmıştır. Şirketin yatırım yapmak için öncelikleri; yazılım, biyoteknoloji, sağlık, enerji, kompozit malzeme ve makine imalat sektörleri olmuştur. Şirketin ilk yatırımı Teknoplaza A.Ş' dir. Bu firma fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama reaktörünü Türkiye' de ilk kez tasarlamış ve üretmiştir. Vakıf yatırım bu şirkete 1 milyon dolar yatırım yapmış ancak şirket performans gösteremeyerek 2006 yılında tasfiye edilmiştir. Şirket ikinci yatırımı Hepatit A, Hepatit B, HIV gibi çeşitli hastalıklar ile hamileliğin teşhisinde kullanılacak olan tanı kitlerini üreten İnova Biyoteknoloji A.Ş.'dir. Üçüncü yatırımı, ilk internet yazılım sağlayıcısı TR Net' i kuran Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A.Ş.'dir. Vakıf Yatırım Rhea' ya satıldıktan sonra ise Rhea yatırım sırasıyla, Netsa Bilgi Teknoloji A.Ş, Seta Tıbbi Cihazlar İthalat İhracat Pazarlama Ticaret ve Sanayi A.Ş., Netaş Telekomünikasyon A.Ş. firmalarına yatırım yapmıştır. ( Poyraz, Tepeli, 2016: 47)

### **8.1.2.İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.**

İş Girişim Yatırım Ortaklığı A.Ş. (İş Riski ) 200 trilyon TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 20 trilyon TL çıkarılmış sermayesi ile kuruluşuna SPK tarafından 11.10.2000 tarihinde izin verilmiş ve esas sözleşmesi 31.10. 2000 tarihinde ticaret siciline tescil edilmiştir. İş Risk' in 20 trilyon TL ile olan başlangıç sermayesinin ortakları arasındaki dağılımı 2001 yılında aşağıdaki gibidir, (Kaya, 2001:36 )

**Tablo 15 İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığının Ortaklık Yapısı**

Ortağın Unvanı	Pay Oranı %
T. İş Bankası A.Ş.	40,00
Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı	12,5
T. Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	10,00
Sınai Yatırım Bankası A.Ş.	10,00
Anadolu Anonim Türk Sigorta Şirketi	7,5
İş Genel Finansal Kiralama A.Ş.	7,5
İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	5,0
Destek Reasürans T.A.Ş.	5,0
Yatırım Finansman Menkul Değerler A.Ş.	1,5
İş Factoring Finansman Hizmetleri A.Ş.	1,00
<b>Toplam</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: Kaya, 2001: 36

**Tablo 16 İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı'nın Yatırımları**

Çıkış Yapılan Yatırımlar		Devam Eden Yatırımlar	
Şirket Ünvanı	Hisse Oranı	Şirket Ünvanı	Hisse Ünvanı
Aras Kargo A.Ş.	20,00%	Radore Veri Mer. A.Ş.	28,50%
Havaş Havaalanı A.Ş.	6,60%	Numnum Yiyecek A.Ş.	61,66%
Dr. F. Frik. A.Ş.	20,00%	Toksöz Spor Malz. A.Ş.	55,00%
Türkmed Diyaliz A.Ş.	25,80%	Ortopro Tıbbi Alet A.Ş.	32,50%
Ode Yalıtım Sanayi A.Ş.	17,24%	Nevotek Bilişim A.Ş.	81,24%
Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş.	15,69%		
Tüyaş Fuarcılık A.Ş.	29,75%		
Step Halıcılık A.Ş.	33,33%		
Mars Sinema Turizm A.Ş.	66,28%		
İletişim Tekn. Danış. A.Ş.	34,98%		
Probil Bilgi A.Ş.	10,00%		

Kaynak: Poyraz, Tepeli,2016:48

### 8.1.3. Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı

2004 yılı sonunda SPK’ dan almış olduğu “ Portföy Yönetim Belgesi ” ile ödenmiş sermayesi 20 milyon TL’ ye çıkarılarak faaliyetlerine başlamıştır. (Tepeli, Poyraz, 2016:49)

**Tablo 17 Kobi Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığının Yatırımları**

Çıkış Yapılan Yatırımlar		Devam Eden Yatırımlar	
Şirket Ünvanı	Hisse Oranı	Şirket Ünvanı	Hisse Ünvanı
ATB İktisadi İşletme A.Ş.	20%	Bütech Makine Sanayi A.Ş.	71,8%
		Makim Makine Sanayi A.Ş.	40,0%
		İntermak Makine Sanayi A.Ş.	40,0%
		İmıcrıl Dış Malz. San. A.Ş.	40,0%
		Uçak Plastik Kalıp A.Ş.	45,0%
		Emd Medikal A.Ş.	35,0%
		SL Enerji LED Ayd. A.Ş.	45,0%

Kaynak : Tepeli, Poyraz, 2016:49

Ülkemizde KOBİ’lerin pazarlama, üretim ve finansman alanında karşılaştıkları sorunları giderebilmesi için büyük ölçüde kaynağa ihtiyacı vardır. Böylelikle risk sermayesi önemli bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkar. Risk sermayesi öz kaynak benzeri kaynak olduğundan KOBİ’ ye yabancı kaynaklarda olduğu gibi zorunlu ödeme getirmemekte olup, kar ve zararı katılmayı göze alan sermayeye katkıları karşılığında garanti kefalet ipotek aramamaktadır. (Korkmaz, 2003: 13)

## 8.2. TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ’Nİ DESTEKLEYEN DİĞER KURULUŞLAR

### 8.2.1. Teknoloji Geliştirme Projesi

Dünya bankası ile Türk Hükümetinin ortaklaşa çalışması ile yürütülen Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde Türkiye’ de bir risk sermayesi şirketinin kurulması öngörülmüştür. TEKMER’ in temel amaçları özetle aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

- Fona sermaye yatırımı sağlayacak sermayedarlara yüksek getiri sağlayabilmek

- İleri teknoloji kullanan ve gelişme gösterebilecek potansiyele sahip firmalara sermaye ve benzeri yatırımlarda bulunmak,
- Gelişmekte olan projelere uzun vadeli ( 5-7 yıl) kredi verebilmek,
- Türkiye'nin teknoloji ve ihracat alanındaki rekabet gücünü arttırarak, Türkiye' de yabancı sermaye girişini ve teknoloji transferini teşvik etmektir. (Zaimoğlu, 1995: 192)

### **8.2.2. 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 20.04.1990 tarih ve 20498 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan “ Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı Kurulması Hakkında Kanun ”gereği kurulan tüzel kişiliğe haiz kamu kurumudur. ( Zaimoğlu, 1995,192) Girişimciliği Geliştirme Enstitüsü ve Teknoloji Geliştirme Merkezi aracılığıyla girişimcilere işletme yönetme becerileri ve iş planı hazırlanması gibi alanlarda eğitim hizmetleri vermektedir. Böylelikle yenilikçi, katma değeri yüksek işletmelerin kurulmasına ve gelişimlerini tamamlamasına olanak sağlamaktadır. (Kaya, 2001: 29) KOSGEB tarafından TEKMER'lerde (Teknoloji Geliştirme Merkezi) desteklenen ve tam anlamıyla risk sermayesi faaliyeti olmasa da kapsamında değerlendirilerek yatırım yapılan bazı projeler Teknoplazma Şirketi, Altınay Firması , İnter A.Ş., Gate Elektronik şirketleridir.( Civan, Uğurlu, 2002:93)

### **8.2.3. Türkiye Halk Bankası**

Halk Bankası esnaf, sanatkâr ve küçük ölçekli sanayicilere destek olmak amacıyla kurulmuştur. 1993 yılında Halk Bankasına, Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı tarafından 500milyarlık bir fonun risk sermayesi yatırımlarında kullanılmak üzere tahsis edileceği belirtilmiş ancak bu düşünce gerçekleşmemiştir. (Zaimoğlu, 1995:194 )

### **8.2.4. Türkiye Kalkınma Bankası**

“İşçi şirketlerinin rehabilitasyonu” programı ile tamamı küçük ve orta büyüklükteki işletme olan işçi şirketlerinde yaşanan sıkıntıları iyi bilen ve bu firmaların iyileştirme ve geliştirme sürecinde risk sermayedarı gibi yönetim kurulundaki elemanı ile gelişmeleri kontrol eden; gerektiğinde yönetici ve uzman ihtiyacını karşılamada firmalara



destek olan ve bazen yönetime el koymaya kadar giden rehabilitasyon önlemlerini kullanabilen bir kuruluştur. (Zaimoğlu, 1995:194)

### **8.2.5. İslam Bankaları**

Ortadoğu ve Asya' da olmak üzere seksenin üzerinde İslam Bankası faaliyet göstermektedir. İnan, Pakistan ve Sudan, tüm bankacılık sistemini İslam Bankacılığına çevirmiştir. İslam Bankacılığı risk sermayesi gibi iş ortaklığı türleri bakımından uzun vadeli yapısal değişimi son adımını oluşturur. (Kumaş, 2007:288) Ülkemizde son yıllarda kurulmuş olan İslam bankaları felsefeleri gereği risk sermayesi yatırımlarına yönlendirebilecek bir kuruluştur. (Zaimoğlu, 1995:195)

## **8.3. TÜRKİYE'DE RİSK SERMAYESİNİN GELİŞEMEMESİNİN NEDENLERİ VE ALINACAK ÖNLEMLER**

### **8.3.1. Gelişmemesinin Nedenleri**

Türkiye' de Risk Sermayesi uzun yıllar uygulama imkânı bulamamıştır. Yerli sermayenin yetersizliği, bilgi eksikliği, yasal düzenlemelerin yeterli olmayışı, teknoloji ve bilişim alanında yavaş bir ilerleme olması ilgiyi bu noktadan uzaklaştırmıştır. 1990'lı yılların ortalarından sonra özellikle Sermaye Piyasası Kurulu'nun düzenlemeleriyle harekete geçilmiş, yurt dışı kaynaklı fonların da faaliyet göstermeye başlamasıyla uygulamaya başlanmış olup Türkiye' de 2000'li yılların başına kadar risk sermayesi gelişme göstermemiş ve yaygın olarak kullanılan bir finansman çeşidi olarak değerlendirilmiştir. (İsabetli, Tuna, 42:2014) Türkiye ekonomisi uzun yıllar boyunca yüksek enflasyon, yüksek faiz oranları, yüksek kamu açıkları ve yüksek kamu açıkları endişesiyle risk sermayesi yatırımlarını zorlaştırmıştır. Gerek yerli sermaye sahipleri gerekse yabancı sermaye için belirtilen hususlar caydırıcı olmuş, uygun bir yatırım ortamına bir türlü ulaşamamıştır. (Çonkar, 90,2007)

Türkiye' de Risk Sermayesi finansman modelinin gelişmesini zorunlu hale getiren olgu geleneksel finansman kurumları olan bankaların kredi faiz oranlarının oldukça yüksek olmasıdır. Bu nedenle yüksek maliyetli bu fonları kullanarak uzun vadeli yatırımları gerçekleştirmek zorlaşmış olup faiz ve ana para tarzında geri ödeme zorunluluğu içermeyen bir finansman şeklinin önemi ortaya çıkmaktadır. (Akkaya, 23:

2004 ) Örneğin; ABD, İngiltere, Japonya ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerde buralardaki bilim adamlarının kardan % 20 dolayında pay almaları yeni projeler üretmeleri konusunda teşvik edici etkili nedeniyle teknolojinin ilerlemesine katkı sağlayan en önemli unsur olmuştur. (İştar, 2013: 192) Türkiye’ de yenilikçi düşünmenin teşvik edilmesi, girişimcilik konusunda yeni iş alanları oluşturulması, risk sermayesi finansman modelini geliştirmeye yönelik bir aşama olarak işsizlik problemini çözmeye de katkıda bulunacaktır. (Poyraz, Tepeli: 2016:53)

**Tablo 18 Türkiye'nin Dünya'daki Risk Sermayesi Yatırımları Sıralaması**

2005/2006	2007	2008	2009/2010	2011	2012
45	43	44	44	53	61

**Kaynak:** Alexandra Groh, Heinrich Liechtenstein ve Karsten Lieser( aktarım Tuna, İsabetli, 2014:42)

### 8.3.2. Alınacak Önlemler ve Öneriler

Ülkede yatırım yapılabilmesi için geleceğe yönelik istikrarsızlığın sona ermesi gerekmektedir. Ülkede siyasi ve ekonomik istikrarı sürekli hale geldiği hususunda olumlu bir kanaate varılmış olması yatırımları arttıracaktır. (Çonkar, 94, 2007)

Girişimcilerin ve fon sahiplerinin risk sermayesi konularında KOSGEB gibi kurumlar aracılığıyla seminerler verilerek bilgilendirilmesi (Poyraz, Tepeli,2016:54)

Risk sermayesi kuruluş aşamasında devletin desteği büyük ölçüde gereklidir. Çünkü devletin sağlayacağı fon desteği (düşük te olsa ) kredi esasına değil kesinlikle ortaklık esasına dayalıdır. ( Çonkar 95, 2007 )

İngiltere’ de Venture Capital Reports adlı dergi finansman talebinde bulunan girişimcilerin gönderdiği iş planlarını inceleyerek uygun bulduklarını yayınlamakta böylelikle risk sermayesi şirketi ön elemeyen geçirilmiş projeler hakkında bilgi sahibi olmaktadır. Böyle bir uygulamayla Türkiye’ de yatırımcı ve girişimcinin birbirinden haberdar olması sağlanabilir. (İpekten, 2006:405)

Girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari Pazar potansiyeli olan araç, gereç malzeme hizmet ve yeni ürün yöntem sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini ve geliştirilmesini amaçlamaları gerekir. (Şirvan, 2002:24)

Yatırılan risk sermayesi karşılığında, sermayedar yatırım yapılan işletmenin hisse senetlerine sahip olmaktadır. İşletmelerin bu fonlardan yararlanabilmeleri için muhasebe sisteminin yeniden gözden geçirilerek, finansal tabloların işletenin gerçek durumunu yansıtır hale gelmesini sağlamaları gerekmektedir. Bu durum KOBİ'lerin kurumsallaşma sürecine katkı sağlarken, işletmenin dış çevre ile olan ilişkilerinde tedarikçilerle, kredi kuruluşları ve devletle olan ilişkilerinde itibarını arttırarak, işletme yönetiminin karar alma sürecinde işletmenin büyümesi ve gelişmesine katkıda bulunacaktır. (Çoban ve Saban,2006: 139)

Yapılacak yasal düzenlemelerle risk sermayesi yatırımlarının teşvik edilmesi, İMKB' de bu işletmelerimize yönelik ikinci el piyasasının işler hale getirilmesi durumunda ülkemizde risk sermayesi yatırımları önemli ölçüde artarak ülkemizin gelişmesi ve kalkınması yönünde büyük katkılar sağlayacaktır. (Çoban ve Saban, 2006: 139)

### **8.3.3. Risk Sermayesinin Hukuki Boyutları**

Risk Sermayesi kavramları hukuki düzenlemeler, 13.05.1992 ve 21277 sayılı Resmi Gazete' de yayınlanan, 2499 sayılı kanunun bazı maddelerini değiştiren 3794 sayılı kanunla girmiştir. Ayrıca önemli bir gelişme ise, Kurumlar Vergisi kanununun 8/12.c maddesinde “ risk sermayesi yatırım fonlarıyla yatırım ortaklarının kazançları ” kurumlar vergisinden istisna tutularak sistem teşvik edilmek istenmiştir. (Soydemir, 1994:88) Türkiye' de risk sermayesi yatırım ortaklığına yönelik ilk düzenleme 1993 yılında SPK tarafından yapılmıştır. Ancak 1998 yılına kadar faaliyete geçen bir şirket olmamıştır. 1998 yılında risk sermayesi kapsamında sadece yeni teknoloji şirketlerinin projeleri yer alırken buna 2000 yılında gelişme potansiyeli olan şirketlerde dahil edilmiştir. (Şirvan, 2002:23)

## BÖLÜM 9 SONUÇ VE ÖNERİLER

Risk sermayesi, kendilerine finansman arayan girişimcilerin, kendilerine yatırım yapabilecekleri yeni fikirleri olan özgün, yaratıcı girişimcilere risk almaya hazır finansör şirketin bir araya gelmesi ile açıklanabilir. Gelişmekte olan bir sektör, parlak ve geleceği olan iş fikirlerinin ancak bu fikirleri geliştirmek için yeterli sermayeye sahip olamayan girişimcilere risk sermayedarı tarafından sağlanan başlangıç sermayesi olarak tanımlanır. Aslında burada sermayedar birden çok ortaklıktan oluşur. Girişime yatırım yapmadan önce belirli bir zamanını fon toplamakla geçirirler. Girişimcinin finansal ihtiyacını karşılayan risk sermayesi uzun vadeli finansal bir yapıya sahiptir. Risk sermayesi yatırımı yapan şirketler genellikle Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığıdır.

Risk sermayesi finansman modelinde bir tarafta girişimci bulunurken diğer tarafta bu girişimcilerin projelerini inceleyerek başarılı yatırımlara dönüştürecek risk sermayesi şirketi yer almaktadır. Risk sermayesi kaynaklarını talep eden girişimci şirketleri yeni bir oluşum içerisinde buldukları sektörde var olma, çevresel faktörlerden dayalı belirsizliklerle karşı karşıya kalma ve bu nedenden ötürü sektörde kar elde edip etmeyecekleri belirsiz şirketlerdir. Fakat bu şirketlere yatırım yapılabileceği gibi girişimci şirketin gelişmesi aşamasında da yatırım yapabilir. Risk sermayesi şirketleri de uzun vadede bu şirketlere hisse senedi karşılığı ile yatırım yaparak riske girer. Risk faktörleri olarak teknolojik risk, demode olma riski, yönetim riski, finansman riski, üretim riskinden bahsedebiliriz. Ancak girişimci şirketleri başarı veya kar elde ettikleri takdirde uzun vadede ( 5- 10 yıl ) yatırım yapılan fonlar yüksek sermaye kazancı ile birlikte geri dönmektedir. Aynı zamanda küçük ve orta ölçekli şirketler bankacılık sektöründen yeterli düzeyde yararlanamadıkları için kaynak sağlayabilmeleri açısından risk sermayesi şirketlerinden yararlanabilir.

Risk Sermayesi Şirketlerinin Girişimci şirketlere sağladığı fon kaynakları bireysel ve kurumsal olmak üzere ikiye ayrılır. Bireysel risk sermayedarı genellikle proje aşamasında ve yeni kurulacak olan şirketleri tercih ederler. Yönetim de ise aktif bir rol üstlenirler. Kurumsal risk sermayedarı ise bir den çok işletmeye yatırım yaparak riskini dağıtmaya çalışır. Yönetimde aktif değildir. Fon kaynakları arasında bankalar, emeklilik

fonları, sigorta şirketleri, melek yatırımcılar, büyük şirketler ve sermaye gruplarından bahsedebiliriz.

Özetle Risk sermayesi yeni bir oluşuma, girişime veya gelişmekte olan bir şirketin belirli bir aşamasında gerek yönetsel gerek yatırım yaparak uzun vadede şirketin başarı olması koşuluyla kazanç sağlanan finansman modelidir. Risk Sermayesinde taraflar, Risk Sermayesi, Mucit, Girişimci, Risk Sermayedarından oluşur. Risk Sermayesi şirketlerine her yıl yüzlerce projeler sunulur ancak bunların çok azı fon desteği görmektedir. Burada Risk sermayesi şirketleri öncelikle faaliyet alanlarını belirleyerek yatırım stratejini oluşturmak zorundadır. Girişimci şirketler ise risk sermaye şirketlerine projelerini ikna etmek adına açık, anlaşılır bir şekilde, prosedürüne göre açıklayan, iyi sunulmuş, finansal projeksiyonlarına bağlı iş planı hazırlar. İş planı finansman sürecin en önemli aşaması sayılmaktadır. Risk sermayesi şirketi girişimciye sermaye verip vermeyeceğini iş planı ile karar vermektedir. İş planı ile ortaya konan projenin risk sermayesi şirketi tarafından kabul edilmesiyle artık taraflar arasında yatırım sözleşmesi yapma aşamasına gelinmiştir. Yatırım sözleşmesinde risk sermayedarı ve girişimci kendi haklarını ve çıkarlarını gözetecek bir sözleşme yaparlar. Her iki tarafın ortak amacı şirketin gelişmesini sağlayarak ilerleyen dönemlerde halka açılma aşamasının her yönünün hukuki açıdan ortaya koymaktır.

Risk sermayesi şirketi işleyişi genel anlamda 3 aşamadan oluşmaktadır. Emekli sandıkları, özel sektör ve bankaların yatırım portföylerinin yüksek risk ve kazanç bölümlerinden fon sağlayan risk sermaye şirketi bahsi geçen kaynaklardan gerekli finansman desteğini sağlar. Bu aşamada sermaye birikiminin yaratarak ( 1. Aşama ) yani girişimci firmayı finanse ederek çalışmalarını başlatır. Yatırımı gerçekleştirerek ( 2. Aşama ) girişimcilerin taleplerini değerlendirir. Girişimci ile ortaklık yaparak yatırımdan çıkış ( 3 Aşama ) olarak adlandırdığımız mal ve hizmetin üretildiği aşamaya gelmiştir. Böylelikle risk sermayesi yatırımları ortaya çıkmaktadır. Risk Sermaye şirketleri farklı yatırım ve finansman biçimlerinden kullanarak girişimci şirketlere yatırım yapmaktadır. Başlıca yatırım tipleri; Çekirdek Sermayesi ve Ar-ge Finansmanı, Başlangıç Sermayesi, Erken Aşama Finansmanı ve Geçit Finansmanı, Gelişme ve Büyüme Sermayesi, Köprü Finansmanı ve Ara Finansmanı, Şirket Varlıklarının Satın Alınması ve Yatırımdan Çıkıştır.

Risk sermayesi finansman modeli ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri (ABD)'n de ortaya çıkmış, İngiltere ve Japonya' da gelişmiştir. 1970'li yıllarda risk sermayesi finansman modeli ile ilgili çalışmalar yapılmış olsa bile 1978 yılına kadar risk sermayesi ciddi boyutlara ulaşamamıştır. Aslında Risk sermayesinin ülkeler üzerindeki etkisi incelendiğinde gelişmiş olan ülkelerin nerdeyse hepsinde devlet desteğinden bahsedebiliriz. Devlet desteğinin öncü olduğu ülkelerde kesinlikle risk sermayesi finansman modeli de paralel olarak gelişmiştir Farklı riskteki risk sermayedarlarının sektördeki payı ABD ve Avrupa uygulamasında farklılık göstermektedir. ABD' denin risk sermayesi kaynaklarının %50'i emeklilik fonlarını oluştururken Avrupa' da sektörün en büyük aktörü bankalardır. 1980'li yıllardan sonra risk sermayesi sisteminde hızlı bir yapısal değişiklik olmuştur. Risk sermayesi yatırımlarının uzun vadeli olmasından ötürü nakit akışının belirsizliği bu tür yatırımların fon kaynaklarını ciddi boyutlarda kısıtlamaktadır. Bu sebepten ötürü risk sermayesi şirketi diğer risk sermayesi şirketleri ile birleşerek anonim ortaklık haline gelmiş hisse senetlerini borsaya kote ettirerek halka arz olmuşlardır.

Böylelikle riski dağıtarak uzun vadede kazanç sağlamayı hedeflemişlerdir. Yine 1980' li yıllardan sonra ABD' de risk sermayesi sektöründe gerçekleşen büyük başarılar Avrupa' nın dikkatini çekmiş ve yenilikçi, yüksek teknolojiye yönelik yatırımlar artmıştır. Ancak Avrupa' da 1990 yıllarına kadar risk sermayesi büyük ölçüde sınırlı kalmıştır. Avrupa' da kullanımı bankacılık sistemine bankacılık yatırımının dahil edilmesiyle başlanmıştır. Risk sermayesinin 2000'li yıllara kadar gelişmemiş olmasında esas neden bilişim teknolojileri alanında geçmiş yıllara kıyasla düşük kalmasıdır. 2010 ve 2014 yıllarına gelindiğinde Çin ve Hindistan' anında yatırımlarında artış görülmüştür.

Gelişmekte olan ülkelerde risk sermayesi finansman modelini zorunlu hale getiren en önemli neden geleneksel finansman yöntemi olan bankaların faiz oranlarını yüksek tutmasıdır. Bu sebepten dolayı uzun vadeli projelerde yer almak nerdeyse mümkün değildir. Bu durum risk sermayesi finansman modelinin faiz ve anapara tarzında geri ödeme zorunluğu içermeyen bir finansman şeklinin önemini ortaya koyar. 2008 yılında Dünya' da risk sermayesi yatırımları incelendiğinde 17 Milyar Dolarlık yatırımı ile ABD ön sırada iken İngiltere, Almanya ve Fransa bu yatırımı izlemektedir. İsrail risk sermayesinin gelişimine yönelik devlet programları başarısı ile dikkatleri üzerine çekmiş

küçük bir ülke olmasına rağmen ABD ile yatırımlar konusunda iş birliği yaparak finansman modelini geliştirmiştir.

Risk Sermayesi ile ilgili düzenlemeler Türkiye’ de ilk kez 1998 yılında resmî gazetede yayınlanan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) risk sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliği ile yapılmıştır. Türkiye’ de bu alanda ilk adım İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Koordinasyon kurulunun oluşturulmasıyla atılmıştır. Bu kurum aynı ise yine risk sermayesi gelişiminde katkıda bulunacak Teşebbüsü Destekleme Ajansının kurulmasını sağlamıştır.

TDA amacı girişimci şirketlere teknolojik alanda yeni mal ve hizmet sağlamak dışında teknik ve idari konuda da destek sağlamak olmuştur. Ancak 1988-1989 yıllarında Türkiye’ de yaşanan siyasi gelişmelerin ekonomiye yansısıyla TDA’nın faaliyetleri durmuş, risk sermayesi şirket kurulması çalışmalarına ara verilmiştir. 1990’lı yıllardan itibaren ilk girişimler bankalar tarafından olmuş, Vakıf Risk A.Ş., İş Sermaye Şirketi A.Ş. kurulmuştur. Böylelikle yabancı sermayede farklı alanlarda yatırımlar yapmıştır. 1998 yılında SPK’nın yatırım ortaklıklarına ilişkin tebliğinde değişikliğe gidilerek, 2003 yılında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin esaslar tebliği yayınlamıştır. Türkiye’ de 1990 ‘dan 2000 yılına kadar risk sermayesi gelişme gösterememiştir. Avrupa’ da devlet desteği, ekonomik istikrar sanayi ve teknoloji alanında ki gelişmeler dikkate alındığında Türkiye’nin risk sermayesi gelişimi 2000’li yılları bulmuştur. Türkiye’nin ilk yapması gereken adım risk sermayesine önem vererek teşvikler yardımıyla yatırımcıları risk sermayesine yönlendirmesi gerekmektedir. Risk sermayesinin gelişmesini zorunlu hale getiren neden bankaların kredi faiz oranlarını yüksek olmasıdır. Ülkemiz de yatırım yapılabilmesi için geleceğe yönelik istikrarsızlığın son bularak ekonomide ve siyasi anlamda istikrarı sürekli hale gelmesi gerekmektedir.

## KAYNAKLAR

- [1] Akkaya G., C. , (2004) Risk Sermayesi Yatırımından Beklenen Karlılığın Analizi , Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 6 Sayı 4
- [2] Akkaya G.C., Yılmaz M., İçerli A., (2001 ) Kobilerin Finansal Problemlerin Çözümünde Risk Sermayesi Modeli, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Cilt 3, Sayı 3
- [3] Altay N. O., Gacener A., (2003) Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Banka Dışı Finansal Kurumlar ve Venture Capital Örneği , Ocak, Şubat
- [4] Bayar Y, (2012) Girişimcilik Finansmanında Risk Sermayesi ve Melek Finansmanı, Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi ( 7:2)
- [5] Bayazıtlı E., Özdemir F., S., Çolak A., (2015), Risk Sermayesi Yatırımı ve Rüzgâr Enerjisi Sektöründe Örnek Olay İncelemesi, Niğde Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt Sayı 8(3), 83-100
- [6] Bulut H., İ., ER B. (2008), Risk Sermayesi Destekli Girişimcilerin Fiyatlandırılması ve Fiyatlandırmada Kullanılan İskonto Oranı, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
- [7] Civan M., Uğurlu M., (2002) Risk Sermayesi Finansal Modeli ve Gaziantep İlinde Kobi'lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi, Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, Cilt 11 Sayı 1
- [8] Çapanoğlu S., G., (2005) Avrupa Birliğinde Risk Sermayesi Uygulamaları ve Türkiye (190) İktisadi Kalkınma Yayınları, İstanbul
- [9] Çiller T., M.Çizakça (1989) Türk Finansal Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri
- [10] Çizakça M., (2001) Türkiye'de Risk Sermayesi Ölü Doğdu, Activeline Dergisi, Şubat
- [11] Çoban M., Saban M., (2006) , Türkiye' de Risk Sermayesi Uygulaması ve Sorunları, Muhasebe ve Finansman Dergisi Sayı 31, 31-140



- [12] Çonkar K., (1995) Risk Sermayesi Finansman Yöntemi, Erciyes Üniversitesi İİBF Yayını, Kayseri
- [13] Haydar A., (2002) Reel Sektörde Risk Sermayesinin Rolü, Activeline Dergisi, Şubat
- [14] İpekten, O.B, (2006) , Risk Sermayesi Finansman Modeli, Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Sayı 7, 385-408
- [15] İstanbul Ticaret Odası (1986) Küçük İşletmelerin Finansman ve Yönetim Sorunları, İTO yayın No: 1986
- [16] İşeri F., E., (1993) Risk Sermayesi, Ankara
- [17] İşeri, E (2001) Risk Sermayesi ve Türkiye’ deki Geleceği,
- [18] İştar E., (2013) Alternatif Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi, Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi Sayı 12 ( 46 ) , 183-198
- [19] Kaya A., (2001) Dünya’ da ve Türkiye’ de Risk Sermayesi, Yayın No: 47 Cilt 2, Ankara
- [20] Korkmaz S., (2003) Küçük ve Orta Ölçekli (KOBİ) Pazarlama ve Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesinin Kullanılabilirliği Üzerine Bir Araştırma, Ticaret ve Turizm Eğitimi Fakültesi Dergisi
- [21] Kuğu, T. (2004) Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 11 ( 2 ) , 141-153
- [22] Kumaş M., S., (2007) Faizsiz Bir Finans Yöntemi Olarak Venture Capital Sistemi ve İslam Bankacılığı ile Mukayesesi, Uludağ Üniversitesi İlahiyat Fakültesi Dergisi, Cilt:16 Sayı:1 s. 279-298
- [23] Okuyan A., Çalışkan T., AB’ne Uyum Sürecinde Türkiye’ de ve AB Ülkelerinde Risk Sermayesi: Risk Sermayesinin Gelişiminin Önündeki Engeller ve Çözüm Önerileri, VII Ulusal Finans Sempozyumu Bildiriler, İstanbul
- [24] Orhan M., Yılmaz M., (2006) Avrupa Risk Sermayesine Bakış Kazakistan Abay Üniversitesi, Activeline Dergisi, Ekim Kasım, Aralık

- [25] Poyraz E., Tepeli Y., (2016) Girişimciliğin Finansmanında Risk Sermayesi Finansman Sisteminin Önemi: Türkiye Uygulamaları, Dokuz Eylül Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Üniversitesi Dergisi, Cilt 3 s.s.35-56
- [26] Soydemir, S. (1994) Ekonomik Yaklaşım Dergisi Cilt 4 Sayı 11
- [27] Şirvan, N (2002) Risk Sermayesi ve Türkiye’ de Uygulanabilirliği
- [28] Toroslu, M.V ( 2000) Risk Sermayesi Finansman Modeli, Activeline Dergisi Mayıs, Sayı 2
- [29] Tuna A. K ., İ̇sabetli İ.,(2014) İ̇novasyonun Finansmanı ve Risk Sermayesi , İ̇ktisat Fakültesi Mecmuası Cilt 64 (1), 27-47
- [30] Tuncel, K (1995) Risk Sermayesi Finansman Modeli SPK Yayınları, Ankara
- [31] Uludağ İ., (1996) Gümrük Birliği Sürecinde KOBİ’ler ve Risk Sermayesi Şirketler Modeli, İstanbul Ticaret Odası
- [32] Yiğit M., Güner Ü., (2008) Dış Ticaret ve Girişimcilik Perspektifinden Türkiye ‘ de Risk Sermayesi, Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi, 20, 257-276
- [33] Zaimoğlu T.,( 1995 ) Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulama Olanakları SPK yayını No:19

## ÖZGEÇMİŞ

AYSU TUNA

### KİŞİSEL BİLGİLER

Doğum Tarihi : 1982  
Medeni Durum : Evli

### İŞ TECRÜBESİ

- 2012-2015** DOĞA KOLEJİ(İstanbul), t-MBA Mentör Eğitim Koçu
- 2010-2012** TIA ULUSLARARSI DIŞ. TİC. LTD. ŞTİ(İstanbul), Satın Alma Müdürü
- 2008-2010** AA PROJE YÖNETİMİ(İstanbul) , Proje Yöneticisi, İstanbul
- 2006-2008** ECHOMAR SAĞLIK GRUBU(İstanbul), Satın alma Müdürü
- 2004-2006** ECHOMAR GÖRÜNTÜLEME MERKEZİ(İstanbul), Satın Alma Sorumlusu

### EĞİTİM BİLGİLERİ

Lisans Anadolu Üniversitesi ,İşletme Fakültesi, İşletme

Yüksek Lisans İstanbul Okan Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme(Tezli)