

T.C.  
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
FİNANS VE BANKACILIK ANABİLİM DALI

# **TÜRKİYE VE DÜNYADA RİSK SERMAYESİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**HAZIRLAYAN: Halil BEŞKARDEŞLER**

**DANIŞMAN: Prof. Dr. ERİŞAH ARICAN**

**İSTANBUL,2010**

## ÖZET

21. yüzyıl ile hem kurulum aşamasındaki işletmelerin hem de genişlemek isteyen işletmelerin risk sermayesi yöntemine başvurma oranları artmıştır. Son yıllar itibari ile tüm işletmeler için bilgi önem kazanmış, bilgiye sahip olan rekabette öne çıkmaya başlamıştır. Ancak; günümüzde bilgiye sahip olmak da yetmemekte, bilgiyi en hızlı biçimde işlemek, üretime ve kazanca dönüştürme yeteneği önemli hale gelmiştir.

Risk sermayesi, dünyadaki teknolojik gelişmelere ve sermaye birikimlerine paralel olarak inişli çıkışlı dönemler geçirerek gelişimine devam etmiştir. Günümüzde de risk sermayesi yatırımları geniş bir ekonomik coğrafyada uygulanmaktadır.

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

Çalışma, Türkiye'de son yıllar itibariyle hareketlilik göstermeye başladığı risk sermayesi yatırımlarının, sektörler açısından önem taşıdığı ve hangi birimlere yönlendirilmesi gerektiğine yön gösterecek bir araştırmadır.

## **ABSTRACT**

21. century phase of the installation and expansion of businesses who want to resort to venture capital firms have increased rates. With respect to information for all companies in recent years has gained importance, information has started to move ahead in the competition. However, not enough to present knowledge, the fastest way to process information, production and conversion gain has become an important capability.

Venture capital, capital accumulation and technological developments in the world in parallel with the development of rolling through a continued period. Today, the venture capital investment is being implemented in a wide range of economic geography.

Venture capital, technology-oriented structure to the United States, Japan and many European countries in an effective and widely used. Venture capital investments in many aspects of this country has made a significant contribution to economic and social life. In addition, Microsoft, Google, Apple, Cisco, etc.. in the creation of many great companies and brands have become an important contribution of venture capital finance. In this regard the development of venture capital in Turkey, Turkey's support of entrepreneurship in terms of moves is of great importance.

Studies in Turkey started to show last year with respect to the mobility of investment in venture capital industry in terms of what is important and must be routed to the unit to which it's a research direction will be shown.

## İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	i
ABSTRACT.....	ii
TABLO LİSTESİ.....	vi
ŞEKİL LİSTESİ.....	vii
KISALTMALAR.....	viii
GİRİŞ.....	1
1. RİSK SERMAYESİ İLE İLGİLİ KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	3
1.1. Risk Kavramı.....	3
1.2. Risk Sermayesi Tanımı .....	4
1.3. Risk Sermayesi Kavramının Teknolojik Gelişimi.....	6
1.4. Risk Sermayesinin Özellikleri.....	8
1.5. Risk Sermayesinin Unsurları.....	10
1.6. Risk Sermayesinde Taraflar .....	14
1.7. Risk Sermayesi Süreci.....	17
1.7.1. Risk Sermayesi Fonunun Oluşturulması .....	18
1.7.2. Risk Sermaye Yatırımının Yapılması.....	19
1.7.3. Yatırımdan Çıkış ya da Yatırımın Likidasyonu .....	21
1.8. Risk Sermayesinin Fonksiyonları.....	22
1.8.1. Risk Sermayesinin Yatırım Aracı Olma Fonksiyonu.....	22
1.8.2. Risk Sermayesinin Makro Ekonomik Fonksiyonu.....	23
1.9. Risk Sermayesi Şirketleri.....	25
1.9.1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri.....	26
1.9.2. Küçük Risk Sermayesi İşletmeleri .....	27
1.9.3. Finansal Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri .....	27

1.9.4. Finansal Olmayan Kurumlara Ait Risk Sermayesi Şirketleri.....	28
1.10. Risk Sermayesi Şirketlerinin Finansman Araçları .....	28
<b>2.DÜNYA’DA RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI.....</b>	<b>30</b>
2.1. Gelişmiş Ülkelerde Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi.....	30
2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi .....	32
2.3. Dünya’da Risk Sermaye’sinin Uygulama Örnekleri.....	33
2.3.1. Kuzey Amerika’da Risk Sermayesi Uygulamaları.....	34
2.3.1.1. ABD .....	34
2.3.1.2. Kanada.....	39
2.3.2. Avrupa’da Risk Sermayesi Uygulamaları .....	42
2.3.2.1. Almanya .....	43
2.3.2.2. Fransa .....	45
2.3.2.3. Hollanda .....	46
2.3.2.4. İngiltere .....	47
2.3.2.5. İsveç .....	49
2.3.2.6. İsviçre.....	50
2.3.2.7. İtalya.....	51
2.3.3. Uzak Doğu Ülkelerinde Risk Sermayesi Uygulamaları.....	51
2.3.3.1. Japonya.....	51
2.3.3.2. Endonezya .....	53
2.4. Avrupa, ABD ve Uzakdoğu Ülkelerindeki Risk Sermayesi Uygulamalarının Karşılaştırılması .....	54
<b>3.TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI.....</b>	<b>58</b>
3.1. Türkiye’de Risk Sermayesi’nin Kurulması Gerektiren Koşullar .....	58
3.2. Türkiye’de Risk Sermayesi’nin Gelişiminde İlk Girişimler .....	60
3.2.1. Teşebbüs Destekleme Ajansı.....	60
3.2.2. Teknoloji Geliştirme Projesi .....	61

3.2.3. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı .....	63
3.2.4. Türkiye Halk Bankası.....	65
3.2.5. Türkiye Kalkınma Bankası.....	66
3.2.6. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı .....	67
3.3. Türkiye’de Risk Sermayesinin Hukuki Yapısı.....	68
3.3.1. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları .....	68
3.3.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Sınırlamaları.....	70
3.3.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı .....	72
3.3.4. Girişim Sermayesi Yatırımı .....	73
3.4. Türkiye’de Risk Sermayesinden Beklenen Yararlar .....	74
3.5. Türkiye’de Risk Sermayesi Hususunda Karşılaşılan Sorunlar .....	76
3.6. Türkiye Risk Sermayesi Altyapısının Diğer Ülkeler İle Karşılaştırılması.....	78
3.7. Ülkemizde Risk Sermayesi Piyasasını Geliştirmek için Öneriler .....	84
3.7.1. Kaynak Edinimi .....	84
3.7.2. Özelleştirmeden Sağlanacak Fonlar .....	85
3.7.3. Kalkınma, Yatırım ve Ticari Bankalar .....	87
3.7.4. Sigorta Şirketleri .....	87
3.7.5. Yabancı Sermaye.....	88
3.7.6. Ar-Ge Faaliyetlerinin Desteklenmesi.....	89
SONUÇ.....	96
KAYNAKLAR.....	101

## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1.</b> Risk Sermayesi Zaman-Risk Çizelgesi .....	13
<b>Tablo 2.</b> 1995 ile 2009 arası Kurumsal Risk Sermayesi Grubu Yatırım Analizi .....	36
<b>Tablo 3.</b> ABD’de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı.....	37
<b>Tablo 4.</b> ABD’de 04/01/2010 ile 06/30/2010 arası Risk Sermayesi Veren Şirketler.....	38
<b>Tablo 5.</b> Birleşik Krallık Risk Sermayesi Sektörü .....	48
<b>Tablo 6.</b> GSYİH İçerisinde AR-GE Harcamaları Oranlar.....	55
<b>Tablo 7.</b> Patent Başvuruları .....	56
<b>Tablo 8.</b> GSYİH İçerisinde AR-GE Harcamaları Oranlar 2006 (%).....	78
<b>Tablo 9.</b> Yüksek Ve Orta-Yüksek Teknoloji Üretim Ve Bilgi-Yoğun İstihdam Hizmetleri ..	80
<b>Tablo 10.</b> Patentler.....	82
<b>Tablo 11.</b> Türkiye’de Risk Sermayesi Sektörü için SWOT analizi.....	94
<b>Tablo 12.</b> RS Sektörü Gelişmiş Ülkelerde Devlet Uygulamaları ve Türkiye’deki Durum.....	95

## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1. Risk Sermayesi Süreci .....	18
Şekil 2. Çeyrekler İtibariyle Kanada'da Risk Sermayesi Yatırımları .....	40
Şekil 3. Kanada ve ABD Risk Sermayesi Karşılaştırması .....	41
Şekil 4. Almanya Risk Sermayesi Yatırım Sektörü (2008) .....	44
Şekil 5. GSYİH İçerisinde AR-GE Harcamaları Oranları .....	79
Şekil 6. Yüksek ve Orta Yüksek Teknoloji Üretimi (% İstihdam) .....	81
Şekil 7. Bilgi ve Yoğun Hizmetler (% İstihdam) .....	81
Şekil 8. Ülkelere Göre USPTO'dan Patent Hakkı Alanlar 2002 (milyonda) .....	83



## KISALTMALAR

<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>ARDC</b>	: American Research and Development Corporation
<b>BVK</b>	: Alman Risk Sermayesi Birliği
<b>CDC</b>	: Canadian Development Corporation
<b>DİE</b>	: Devlet İstatistik Kurumu
<b>DTM</b>	: Dış Ticaret Müsteşarlığı
<b>EVCA</b>	: European Private Equity and Venture Capital Association
<b>GSYİH</b>	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
<b>GSYO</b>	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
<b>ICFC</b>	: Industrial and Commercial Financial Corporation
<b>KOSGEB</b>	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme Destekleme İdaresi Başkanlığı
<b>KÜSGEM</b>	: Küçük Sanayi Geliştirme Merkezi
<b>KÜSGET</b>	: Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı
<b>MIP</b>	: Maatschappi voor Industrielle Projecten
<b>MIT</b>	: Massachusetts Institute of Technology
<b>NVCA</b>	: National Venture Capital Association
<b>OECD</b>	: Organisation for Economic Co-operation and Development
<b>RS</b>	: Risk Sermayesi
<b>RSYO</b>	: Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının
<b>SBA</b>	: Küçük İşletme İdaresi
<b>SDAJ</b>	: Securities Dealers Association of Japan
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TBMM</b>	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
<b>TDA</b>	: Teşebbüs Destekleme Ajansı
<b>TKB</b>	: Türkiye Kalkınma Bankası
<b>TMMOB</b>	: Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği

<b>TTGV</b>	: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı
<b>TTK</b>	: Türk Ticaret Kanunu
<b>TUBİTAK</b>	: Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurulu
<b>TUSİAD</b>	: Türkiye Sanayiciler ve İşadamları Derneği
<b>WB</b>	: World Bank
<b>WTO</b>	: Dünya Ticaret Örgütü

## GİRİŞ

Dünyada ve Türkiye’de ister holdingler olsun, ister KOBİ’ler olsun risk sermayesi yatırımlarına ve harcamalarına ihtiyaç duymaktadırlar. Geçmişte sadece bir kredi olarak görülen risk sermayesi bu yıllarda işletmeler için bir gelişim yatırımı halini almıştır.

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

Risk sermayesi finansman yöntemi diğer finansman yöntemleri gibi, işletmelerin kaynaklarını etkin ve verimli biçimde kullanmalarına olanak sağlar. Diğer yöntemlerde olduğu gibi, ihtiyaçları doğru belirlemek, geleceğe yönelik sağlam bir planlama yapmak ve hedefleri belirlemede gerçekçi olmak yöntemin başarısını artırıcı unsurlardır

Risk sermayesindeki bu yönelimin çeşitli nedenleri olabileceği gibi, temel neden çok büyük şirketlerin sahip oldukları ekonomik güç olarak gözükmektedir. Çünkü bu büyük şirketler, kendilerine potansiyel rakip olarak gördükleri şirketlerin ortaklık paylarını satın alma veya şirket birleşmesi yoluna gidebilmektedirler. Bu gelişmeyi destekleyen bir başka konu ise, belli bir piyasa payına ulaşmış ve büyüme potansiyeline sahip şirketlerin risk sermayesi ile finanse edilmesinin, farklı ülkelere açılma amacını taşıyan şirketler için piyasalara giriş konusunda iyi bir seçenek oluşturmasıdır.

Sanayi devriminden önce daha çok, ticaret yapan kişiler (tacir) olarak ortaya çıkan girişimci insan tipi, sanayileşme sürecinde bambaşka bir anlam kazanmıştır. Girişimcinin ekonomik değeri ve toplumdaki değeri artmıştır. Nitekim bu gelişmelerin sonucu olarak,

iktisat biliminde de girişimci ve girişimcilik kavramlarına, ilk kez 1730'lu yıllarda Fransa'da ortaya çıkmıştır.

Risk sermayesinin dünya uygulamalarına bakıldığında, gelişmiş olduğu ülkelerin hepsinde devlet desteğinin çok önemli boyutlarda olduğu görülmektedir. Her ülkede risk sermayesi girişimlerinde öncelikle devlet öncü olmuş, uygulanan teşvikler ile de özel sektörün konuya ilgisi devamlı olarak sağlanmıştır. Risk sermayesi yatırımları belirli bir boyuta eriştikten sonra devletin de yükü hafiflemektedir, yüksek kazanç olgusunun bilincinde olan yatırımcılar artık kendiliğinden bu modelin gelişimine katkı sağlamaktadırlar.

Çalışmanın birinci bölümünde risk sermayesi kavramı, risk sermayesinin unsurları, tarafları, süreci, fonksiyonları ve risk sermayesi şirketleri incelenmeye çalışılmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde dünya ülkelerinin bazılarında risk sermayesi stratejileri, üçüncü bölümünde ise Türkiye'de risk sermayesi yatırım stratejileri incelenmiştir. Çalışmanın son bölümünde ise Türkiye'deki risk sermayesi modelinde eksiklikler ve tamamlanması gereken hususlara değinilmiştir.

Bu çalışmanın amacı dünya ülkelerindeki risk sermayesi modelleri ile Türkiye'de oluşturulan risk sermayesi yatırımları stratejilerinin karşılaştırılması ile eksikliklerin bulunması ve gerekli hususların belirtilmesidir

## 1. RİSK SERMAYESİ

Çalışmamızın bu bölümünde risk yönetimi kavramı, unsurlarını, sürecini, fonksiyonlarını ve risk sermayesi şirketlerini inceleyeceğiz. Risk sermayesi kavramına giriş yapmadan önce risk kavramına değinilmesinde fayda vardır.

### 1.1. Risk Kavramı

Risk, bir işlemle ilgili olarak parasal bir kaybın yahut zararın ortaya çıkması nedeniyle ekonomik yararın azalması olasılığıdır. Risk gelecekte beklenen durum ile gerçekleşen durumun farklı olması ihtimalidir. Belirsizlik sonuçları ve geleceği belirleyebilme yeteneğine şüphe ile bakılması olarak tanımlanabilir. Risk belirsizliğin ölçümüdür ve belirsizliğin olmadığı ortamda riskten bahsedilmesi mümkün değildir.<sup>1</sup>

Riski temel olarak sistematik ve sistematik olmayan risk olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür. Sistematik risk genel ekonomik, politik ve sosyal olaylardan ve çevresel faktörlerin değişken olmasından kaynaklanıp, tüm şirketleri aynı yönde fakat farklı seviyede etkileyen risk grubudur. Bu nedenden dolayı sistematik riski ortadan kaldırmak mümkün değildir. Sistematik olmayan risk ise sadece bir firmayı etkilerken diğer firmaları etkilemeyen finansal varlıkların bireysel ya da sektörel olarak sahip oldukları risklerdir. Faaliyet riski, finansal risk, yönetim riski ve sektör riski sistematik olmayan risklerdir. Sistematik risk pazar riski veya kontrol edilemeyen riskler, sistematik olmayan risk ise kontrol edilebilen risk ve özel riskler olarak ifade edilmektedir.<sup>2</sup>

İlk olarak Rönesans döneminde risk kavramının başladığı görülmektedir. 17. yüzyılın ortalarında Pascal isimli matematikçinin bir şans oyununda oyuncuların biri önde iken,

---

<sup>1</sup> Beyhan Yaslıdağ, **Kredi Derecelendirme Sistemi**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2007,s.71

<sup>2</sup> Şenol Babuşcu, **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi**, Ankara: Akademi Yayınevi, 2005, s.5.

oyuncular arasında payın nasıl paylaşılacağı sorusuna karşı geliştirdiği mantık ve sayısal teori bugünkü risk kavramının en önemli temellerindedir.<sup>3</sup>

## 1.2. Risk Sermayesi Tanımı

Risk sermayesi, risk sermayedarlarının yeni teknolojiler ya da fikirler üreten ve gelişme ihtimali fazla olan küçük ve orta boy işletmelere (KOBİ), edinecekleri pay karşılığında yaptıkları öz kaynak veya öz kaynak benzeri bir yatırım aracıdır.<sup>4</sup>

Risk sermayesi, kaynak yetersizliği sebebiyle hayata geçirilemeyen, başarıya ulaşma ihtimali yüksek yatırım projelerinin finansmanını, yönetimine katıldığı yeni şirketler kurarak gerçekleştiren ve ileriki zamanda oluşacak kârlar ile pay senetleri fiyat artışlarından yararlanmayı amaçlayan örgütlenmiş bir portföy yönetim kuruluşudur.<sup>5</sup>

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

Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve menkul kıymetlerin likiditesi az olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım şekline risk sermayesi denir.<sup>6</sup>

---

<sup>3</sup> Gültekin Rodoplu, **Para ve Sermaye Piyasaları**, Isparta :Tuğra Ofset, ,2002,s.363

<sup>4</sup>Mustafa Yavuz, **İhracatta Alternatif Finansman Teknikleri**, İGEME Yayını, Ocak 2008,s.42

<sup>5</sup> Gültekin Rodoplu, **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, 1 .Baskı, İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı, Yayın No: 459- 692, Yayılım Matbaası, 1993, s. 117.

<sup>6</sup> Kürşat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara: SPK, Yayın No: 19.,1995, s.3

Bir başka tanıma göre, Risk Sermayesi finans yönetimi, iyi bir iş kurma fikrine ve bilgisine sahip fakat yeterli yahut hiç parası olmayan bir kişiye ya da kişilere fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansmanı bulma olanağı tanıyan bir modeldir.<sup>7</sup>

Risk sermayesi, bir risk sermayedarınca, büyümeye yönelmiş küçük ya da orta büyüklükte bir işletmenin hedeflerini gerçekleştirebilmek için ve bu işletmede küçük bir paya veya bunu elde etmek için feshedilemez haklara sahip olarak yapılan bir öz kaynak ya da öz kaynak benzeri yatırım olarak da ifade edilmektedir.<sup>8</sup>

Bu modelin temel olarak ortaklığa dayanmaktadır. Ortaklığın bir tarafında bilimsel gelişmeleri takip eden ve bunları uygulanabilir teknolojilere dönüştürerek satılabilir mallar üretebileceği inancında olan girişimciler bulunmaktadır. Ortaklığın diğer tarafında ise, bu girişimcilerin fikirlerini inceleyip, bu fikirlerin başarılı yatırımlara dönüşebileceğine inanan ve bu nedenle girişimcileri finanse eden risk sermayedarları yer almaktadır. Risk sermayedarları, tasarruf fazlasına sahip kişiler ve bu işi meslek edinmiş profesyonel risk sermayesi şirketleri olabilir.<sup>9</sup>

Tanımlardan yola çıkarak risk sermayesinin hem bir finansman kaynağı, hem de bir yatırım aracı olduğu söylenebilir. Çünkü risk sermayesi ile riski yüksek girişimlere kaynak aktarılmakla birlikte aynı zamanda sermayedar da yeni yatırımları, büyümeye çalışan genç işletmeleri finanse edip büyük kâr sağlamak amacını güder.<sup>10</sup>

Risk Sermayesi, yüksek gelişme potansiyeline sahip ve rekabet üstünlüğü olan işletmelere uzun vadeli yatırım yapmakla birlikte büyümeyi amaçlayan küçük işletmelere,

---

<sup>7</sup> Halil Sariaslan, Venture Capital Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları, **ASO Dergisi**, Nisan(1992) S.1

<sup>8</sup> Berra Altıntaş, Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi, **Para ve Sermaye Dergisi**, Aralık 1986,s.32

<sup>9</sup> Göktuğ C. Akkaya, Mehmet Y İçerli,“KOBİ’lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 3, Sayı 3, 2001, s.61-70.

<sup>10</sup> Yılmaz Erolgaç, **Profesyonel Para Yönetimi**, İstanbul: İnkılap Kitabevi,1993,s.197

finansal darboğazlara düşmüş fakat bu durumu atlatmak ve yüksek kâr elde etme potansiyeli olan kurulu işletmelere, özelleştirme sebebiyle satılan kamu işletmeleri ve özel firmaları satın alma gibi çeşitli alanlara yatırım yapan geniş kapsamlı bir finansman modelidir. Bu konudaki uzman kuruluşlar gerektiğinde aktif yönetim desteği ve diğer uzmanlık hizmetleri de sunarak ekonomik değer artışı sağlamaktadırlar. Kuruluşlar, portföylerindeki menkul kıymetlerin değerlerini artırmak ve söz konusu menkul kıymetleri elden çıkarmak suretiyle yüksek getiri sağlayabilmektedirler.<sup>11</sup>

### 1.3. Risk Sermayesi Kavramının Teknolojik Gelişimi

Risk sermayesine eski Asur'da Nāīaqqum, Roma'da "Roman Sea Loan", Bizans'ta "chreokoinonio", Orta çağ Avrupa'sında "Commenda", Musevi aleminde "Isqa", Cenovalı denizciler arasında ise "Karati" olarak adlandırıldığı bilinmektedir. Risk sermayesi finansman modeli, VII. yy.'da Arap dünyasında Hz.Ömer'in yetim paralarını İran-Medine arasında ticaret yapan tüccarlara vermesiyle "Müşaraka" olarak İslam dünyasındaki yerini almıştır. Orta çağda "tractator" diye adlandırılan ve zengin tüccarlar tarafından destek gören gemi kaptanları bu sistemin uygulayıcıları olmuştur. O tarihte "stan" adı verilen zenginler (oturan kişi Anadolu'da RS'nin uygulandığına ilişkin, Bursa'da bulunan 17. yüzyıla ait 32 adet belge en önemli kanıttır. Risk sermayesi kavramı kökleri Rönesans İtalya'sına kadar uzanan bir finansman yöntemidir. On beşinci yüzyıldan itibaren İtalyan şehir devletlerinden İngiltere'de, endüstri devrimi neticesinde endüstriyel kapitalizme dönüşen dünya kapitalizmi içinde sermayedarlar, sürekli risk alan bir girişimci olagelmıştır. Nasıl olursa olsun, ekonomik faaliyette bulunan her sermayedar bir risk veya şans karşısında bulunmuştur. Bu manada Venture Capitalizm'in yeni bir olgu olmadığı ifade edilebilir.<sup>12</sup>

Ege Bölgesindeki tütün yetiştiricileri tarafından kullanılan Ortakçılık sistemi yöntemin günümüze ulaşan yansımalarına ilişkin bir örnek olarak gösterilebilir. Fakat tarihi süreç

---

<sup>11</sup> Tülay Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları**, 1. Baskı, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:19, Pelin Ofset, 1995, s.3.

<sup>12</sup> Yusuf Ekinci, **Ahilik**, 3. Baskı, Ankara: MEB Yayınları, 1991, s. 36-37.



içerisinde görülen benzeri uygulamalar RS' ne ilişkin kurumsallaşmamış örneklerdir. 19. yüzyılın başlarında İngiltere'de endüstri devrimi sırasında projelerin finansmanında kullanılan fonlar gerçek anlamda kurumsal RS uygulamalarını oluşturmaktadır.<sup>13</sup>

1950'li yıllarda ABD' de ortaya çıkan ve kuramsal gelişimini tamamlayarak somut bir nitelik kazanan risk sermayesi finansman modeli, 1970li yıllardan itibaren çok büyük boyutlara ulaştıktan sonra İngiltere ve Japonya'da geniş uygulama alanı bulmuştur.

Risk sermayesi kurumsal olarak uygulanmaya başladığı ilk andan günümüze kadar beş farklı dönemden geçmiştir. Bu dönemler aşağıdaki gibidir:

I. Durgunluk Dönemi : 1945-1956

II. Patlayış Dönemi : 1957-1969

III. Gerileme Dönemi : 1970-1975

IV. İyileşme Dönemi : 1976-1982

V. İkinci Patlayış Dönemi : 1983-

Risk sermayesi, dünyadaki sermaye birikimlerine ve teknolojik gelişmelere bağlı olarak inişli çıkışlı dönemler yaşayarak gelişimini sürdürmüştür. Günümüzde de risk sermayesi yatırımları geniş bir ekonomik coğrafyada uygulanmaktadır<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Cengiz Erol, " Faizsiz Kredi Modeli. Venture Capital Finansman Modeli" **Bankacılar Dergisi**, S.8, Nisan 1992, s.28

<sup>14</sup> Nevzat Aypek, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, Ankara: KOSGEB Yayınları, , 1998.

#### 1.4. Risk Sermayesinin Özellikleri

Risk sermayesi finansman yöntemi temel olarak bir ortaklığa dayanır. Ortaklığın bir tarafında bilimsel yenilikleri inceleyen, bunlardan projeler meydana getirerek mal üretim noktasına getirebilen gerçek anlamda girişimciler mevcuttur. Diğer tarafında ise bu girişimcilerin projelerini inceleyip başarılı olabileceğini belirleyen, bu girişimcilere finansal destek sağlayan risk sermayesi şirketleri yer alır<sup>15</sup>.

Risk sermayesi gelişme ve büyüme potansiyeli olan genç, yenilikçi ve menkul değer çıkaramayan işletmeler tarafından kullanılır. Bu özelliğiyle risk sermayesi; genellikle büyüme şansını açacak ve katılmanın satış değerini arttıracak üstün teknoloji alanında kullanılan; riziko ve şans potansiyeli yüksek bulunan ve genellikle küçük ve orta boy (KOBİ'lerin) işletmelerin yararlandığı bir sermayedir.<sup>16</sup>

Risk sermayesinin temel özelliklerini şu şekilde sıralayabiliriz:

a) Risk sermayesi şirketleri, yeni girişimlere destek vermek için aradıkları koşulları beş ana başlık altında genellemektedir<sup>17</sup>:

- Teknolojik açıdan yeterli düzeyde bulunması
- Projenin rantabl olması
- Yapılacak üretimin pazarlama olanaklarının bulunması
- Üretimle ilgili yeterli teknik bilgi ve teşebbüs gücünün bulunması

---

<sup>15</sup> Kemalettin M. Çonkar. Risk Sermayesi Finansman Yönetimi Türkiye İçin önemi, Başarı Koşulları ve Uygulama İmkanları, Kayseri: **Erciyes Üniversitesi Nevşehir İ.İ.B.F Dergisi**,1993, s.6

<sup>16</sup> Abdurrahman Fettahoğlu, **Riziko Sermayesi Koşulları ve İşleyişi**,Kosgeb Başkanlığı, Trabzon,1992,s.16

<sup>17</sup> Müge İşeri. **Girişim sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği**, İstanbul: Türkmen Kitapevi, , 200,s.76

➤ Yapılacak yatırımın ekonomik, mali ve teknik olarak uygulanabilirliği

b) Bu sistemde çoğunlukla tercih edilen yatırım alanları katma değeri yüksek iş fikri ve projelerden meydana gelmektedir. Bu projelerin gerçekleştirilebileceği alanlar ise şunlar: Bilgisayar teknolojileri, yazılım, biyoteknoloji, tıp, enerji, telekomünikasyon ve hizmet sektörü.

c) Risk sermayesi sağlayan şirketler girişimcilere, fon aktarımı, iş planının oluşturulması, teknoloji sağlanması, stratejik yönetim ve karar alma gibi konularda destek ve danışmanlık sağlarlar. Bunun yanında fiziksel destek de (ofis, internet erişimi, gerekli altyapı donanımı gibi) sağlanabilir<sup>18</sup>.

d) Bu yol ile finansman sağlama, hisse senedi ve benzeri araçlar ile gerçekleştirilmektedir. Böylelikle esas olarak finansman sağlanan işletmeye ortak olunmaktadır. Bunun sonucu olarak girişimciye sağlanan fonun geri dönmesini garantiye almaya yönelik, kredilerde olduğu gibi bazı tedbirler almaya gerek yoktur. Bu risk sermayesi şirketleri işlemecilikle ilgili riskleri girişimciyle birlikte üstlenmektedir<sup>19</sup>.

e) Fon ortaklıktan ayrılmaya karar verdiğinde ilk hisse satış teklifi firma çoğunluk hisse sahibi ortaklara yapılır. Ortaklar almak istemezse, halka arz veya başka bir stratejik ortağa satılarak çıkış gerçekleştirilir. Başlangıçta çıkışın ne şekilde yapılabileceği anlaşmaya bağlanır.

f) Bu şekilde sağlanan finansman desteği uzun sürelidir. Finansman sağlayan girişim sermayedarı, bağladığı fonu işletmeye herhangi bir şekilde ödeterek değil, hisse senetlerini sermaye piyasasında satarak geri tahsil etmiş olur. Borçlanmada olduğu gibi faiz ve anapara

---

<sup>18</sup>Sevim Güngörürler, , “Dünya Pazarları □ İle Rekabette Alternatif Bir Finansman ve Yatırım Aracı Risk Sermayesi”, **İzmir Ticaret Odası**, Mart 2005, s.11-12

<sup>19</sup> Ali Çımat, Atakan Laçinel,” KOBİ’lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi”, Ankara: **Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi**, 2002, s101-104

ödemesi gerektirmediği için de işletmeyi nakit sıkıntısına sokmaz. İşletmenin oto finansman olanaklarını artırır<sup>20</sup>.

g) Risk sermayesi şirketi pasif bir ortaklık değildir. Risk sermayesine dahil olup, uzaktan işletmenin gelişmesini ve hisse senetlerinin değer kazanmasını beklemek yerine, gerekli ölçüde işletmeye yönetsel ve teknik danışmanlık sağlar. Risk sermayesinin kapsamı yatırımlarla sınırlı değildir. Risk sermayesi şirketi yönetsel bilgi birikimini ve deneyimini kullanmakta, aktif olarak firmanın fizibilite çalışmalarına, kuruluşuna ve yönetimine katılmaktadır<sup>21</sup>.

h) Risk sermayesi şirketleri yeni riskli ve stratejik yatırımların yapılmasında yardımcı sağlarken, ayrı olarak toplumsal kalkınmaya da olanak sağlamaktadır. Bir taraftan teknoloji üretimi ve stratejik yatırımlar yapılırken diğer taraftan da istihdam artışı oluşmaktadır. Risk sermayesi ekonominin rekabet gücünü yükselterek dış ticaret değerlerine pozitif bir etki yapmaktadır<sup>22</sup>.

### 1.5. Risk Sermayesinin Unsurları

Risk sermayesinin unsurlarını dört başlık altında toplayabiliriz. Bunlar:

- ✓ Teknolojik Yenilik
- ✓ Sermaye'ye Katılma
- ✓ Uzun Vadeli Yatırım
- ✓ Hızlı Büyüme

---

<sup>20</sup> Göktuğ Akkaya, Yılmaz İçerli, “KOBİ’lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Modeli”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Mayıs 2001, s.65.67

<sup>21</sup>Barış Bekar, “Girişim Sermayedarlarının Hedefindeki Sektörler”, **Para Dergisi**, Ağustos 2008, s.24

<sup>22</sup> Tayfun Deniz Kuğu, **Girişimcilik Finansmanında Girişim sermayesi ve Türkiye Üzerine Uygulamalar**, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2005,s.43

Risk sermayesinin en temel ölçütlerinden birisi teknolojik yeniliktir. Teknolojik yeniliğin 5 farklı boyutu vardır<sup>23</sup>:

- Üretim Yöntemlerinde Yenilik: Üretim yöntemlerinde yenilik yapılarak, elde bulunan ürünleri, mevcut kaynakları kullanarak, yeni yöntemlerle üretmek.
- Üretilen Ürünlerde Yenilik: Mevcut malzeme ve yöntemleri kullanarak, tamamen yeni ürünler üretmek veya mevcut ürünleri geliştirmek.
- Kaynaklarda Yenilik: Yeni hammadde kaynak ve türleri bulmak veya mevcut hammaddeleri geliştirmek.
- Organizasyonda Yenilik: Üretimde yeni kontrol, organizasyon ve yönetim araçları geliştirmek.
- Pazarlamada Yenilik: Mevcut ürünleri yeni pazarlara sunmak veya ürünler için mevcut pazarlarda yeni kullanım imkanları oluşturmak.

Risk sermayesi yüksek getiriye hedefleyen bir yatırım aracıdır. Risk sermayesi finansmanından faydalanan işletmeler de, sundukları ürün ya da hizmetlerin piyasada yeni ve farklı olmasının sağladığı avantajla yüksek gelir elde etmektedirler. Buradaki yüksek kazanç teknolojik yenilik sonucunda meydana gelen verimlilik artışından kaynaklanmaktadır<sup>24</sup>.

---

<sup>23</sup> Ali Ceylan, **Finansal Teknikler**, Bursa: Ekin Kitabevi, , 2002, s.153-154

<sup>24</sup> Nevzat Aypek, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, Ankara: KOSGEB Yayınları, 1998,s.17

RS yatırımı esasen bir öz sermaye yatırımıdır. Risk sermayedarı, yatırım yaptığı şirkete bir alacaklı olarak değil bir ortak olarak dahil olur. Ortaklık hisseleri, başlangıçtaki görüşme ve pazarlıklar neticesinde belirlenir.<sup>25</sup>

Bu çerçevede işletme yönetiminde söz sahibi olabilir. RS genellikle geleneksel finans sisteminden kaynak bulmada sorun yaşayan küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansmanına yönelik bir yöntemdir. RS yatırımı yalnız "öz sermaye benzeri" ve değiştirilmez haklara sahip olmak" üzere yapılmaz. RS yatırımı her zaman paraya çevrilebilir borç ya da borçlanma ile de yapılabilir.<sup>26</sup>

Risk sermayesi fonları, risk sermayesi yatırımlarına doğrudan ve dolaylı olmak üzere iki şekilde yönelmektedir<sup>27</sup>:

1-Yatırımcılar işletmeleri direkt olarak finanse etmektedirler. Bu tür bireysel risk sermayesi yatırımcılarına "melek yatırımcı (angel investor)" denilmektedir.

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

Teknolojik buluş ile pazara sunulduğu süre ortalama olarak 7-10 yıldır. RS şirketi yatırım yaparken bu süre zarfında kazanç sağlayamamakta ve bu süreçte ek finansman yükleri ile yüz yüze kalmaktadır. Bu sebeple RS yatırımları sabır, sağlam mali kaynak ayrıntılı incelemeye gereksinim gösterir<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> Halil Sarıaslan, 'Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları', **ASO Dergisi**, Nisan 1992, s.3.

<sup>26</sup> Ceylan,s.98

<sup>27</sup> Günseli Baygan, Michael Freudenberg, "The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries", **OECD Science, Technology and Industry Working Papers** 2000,s.10

<sup>28</sup> Ülkü Dağdelen, **Halk Bankasına Sunulan Rapor** ,Ankara: ATO Yayınları,1992,s.12

Genel olarak piyasaya ilk giren değil ilgili yenilikler kazanç sağlamaktadır. Risk sermayesi yatırımları süre olarak üç gruba ayırabiliriz. Bunlar erken aşama, geç aşama ve şirket kurtarma finansmanlarıdır. Bu yatırım süreleri açısından risk sermayesi yatırımlarını ve süre - risk çizelgeleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

**Tablo 1. Risk Sermayesi Zaman-Risk Çizelgesi**

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

**Kaynak:** Ülkü Dağdelen, Halk Bankasına Sunulan Rapor, Ankara: ATO Yayınları ,1992,s.11

RS yatırımı firmaların büyüklüğünden bağımsızdır. Fakat, RS yatırımının amacı hisse senetlerinde pazar ortalamasının üzerinde bir kar sağlanması olduğundan, bunu çoğu kez küçük olup da teknolojisi yardımıyla çok hızlı bir büyüme gösteren şirketler sağlayabilmektedir. Bu nedenle erken aşamada finanse edilen teknolojik gelişmenin yüksek bir kar potansiyeli vardır. RS bu ölçü ile KOBİ'lerin gelişimine ortak olmaktadır.<sup>29</sup>

Risk sermayesi yatırımcıları portföy oluştururken genellikle yeni kurulmuş veya küçük ölçekli işletmeleri seçerler. Bu tür işletmelerin yatırım yapılırken değerinin düşük olması ve

<sup>29</sup> Seçkin Tuna Yenidünya, **Risk Sermayesinin Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansal Piyasalar Ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul,2006,s.20

yatırımın başarı ile sonuçlanması halinde değerinin büyük bir işletmeye göre daha çok kar getirmesi risk sermayedarlarının dikkatini üzerlerine çekmektedir.

## 1.6.Risk Sermayesinde Taraflar

Risk sermayesinde taraflar şunlardan oluşmaktadır:

- ✓ Girişimci
- ✓ Mucitler
- ✓ Yatırımcı ve Yönetim Şirketleri
- ✓ Risk Sermayesi Ortaklığı

Girişimci en geniş anlamıyla, girişim eyleminde bulunan kişi veya örgüt olarak tanımlanmaktadır. Risk olarak yenilik veya geliştirme yapan kişi veya örgütlerdir. Sanayi devriminden önce daha çok, ticaret yapan kişiler (tacir) olarak ortaya çıkan girişimci insan tipi, sanayileşme sürecinde bambaşka bir anlam kazanmıştır. Girişimcinin ekonomik değeri ve toplumdaki değeri artmıştır.<sup>30</sup>

TÜSİAD girişimciyi, bilinenleri en iyi şekilde yapan ve becerilerine aklını da katan, olağan ve olağan dışı şartlarda işgücü ve sermaye kaynaklarını verimli bir şekilde kullanacak önlemleri düşünen, analiz eden, planlayan, yürürlüğe koyan, uygulayan ve sonuçlarını denetleyebilen kişi yaratıcı girişimcidir diye tanımlamaktadır.<sup>31</sup>

Fransız J.B. Say girişimci kavramı ilk kez kullanmıştır. Say, müteşebbis ve sermayedar arasındaki önemli bir farkı ortaya çıkarmıştır. Ona göre sermayedar veya banker

---

<sup>30</sup> Dinç Alada, “İktisâdi Düşünce Tarihinde Girişimcilik Kavramı Üzerine Notlar”, İ Ü. **Siyasal Bilgiler Fak. Dergisi.**, No:23-24, s.65

<sup>31</sup> TÜSİAD, **Türkiye’de Girişimcilik İle İlgili Sorunlar ve Çözümler**, İstanbul: TÜSİAD Yayınları, 1987, s.3



para temin eden ve finansal risk alan kişidir. Aynı kişi hem sermayedarlık hem girişimcilik gerçekleştirebilmesine karşın bu sermayedarın girişimci olmasını gerektirmez. Say, girişimcinin üretim faktörlerini yeni zenginlikler yaratacak şekilde bir araya getiren kişi olduğunu fark etmiştir. Say'ın girişimci tanımı, risk üstlenme ve yöneticilik özelliklerinin her ikisini bir araya getirmiştir. Risk üstlenme ve iyi yöneticilik yeteneklerinin her ikisine birden çok az kişinin sahip olabileceğini, dolayısıyla gerçek girişimcilerin sayılarının sınırlı miktarda olduğunu dile getirmiştir.<sup>32</sup>

Girişimcilerin elde ettikleri başarılar toplumlara zenginlik ve yeni iş imkânları, tüketicilere tercih çeşitliliği sağlamaktadır. Ekonomik faaliyetlerin toplum ve çevre üzerindeki etkisi konusunda halkın gün geçtikçe artan beklentileri karşısında, pek çok büyük şirket resmi Kurumsal Toplumsal Sorumluluk stratejileri benimsemiştir. Bu yaklaşım, sorumlu iş anlayışının iş dünyasında başarıya destek olabileceği noktasından hareketle, toplumu ve çevreyi ilgilendiren konuların işletme operasyonlarına ve çıkar sahipleriyle ilişkilere gönüllü olarak yansıtılmasını kapsamaktadır. Buna örnek olarak çevre dostu üretim yapma teminatında bulunmak ya da tüketici kaygılarına saygı göstermek ve tüketici dostu iş yapmak verilebilir. KOBİ'ler "sorumlu girişimciliği" bu kadar biçimsel olarak yerine getirmeseler de, pek çok toplumda bunun dokusunu ve odak noktasını oluşturmaktadırlar.<sup>33</sup>

Risk sermayedarı, RS ortaklığı veya yatırımı için ihtiyaç duyulan sermayeyi temin eden gerçek veya tüzel kişilerdir. Ancak RS sağlayan kurumsal risk sermayedarları ile kişisel risk sermayedarları arasında birçok farklılık bulunmaktadır. Her şeyden önce, kişisel risk sermayedarı, yatırım yaptığı işletmenin yönetiminde aktif rol alır ve işletmeyi yakından takip

---

<sup>32</sup> Adem Esen ve Kemalettin Çonkar, Orta Anadolu (Konya, Kayseri, Sivas ve Tokat) Girişimcilerinin Sosyo-Ekonomik Özellikleri, **İşletmecilik Anlayışları ve Beklentileri Araştırması**, Konya Ticaret Odası Yayın No:18, 1999, s.6-7.

<sup>33</sup> Avrupa Komisyonu, Avrupa'da Girişimcilik Yeşil Kitap, Enterprise Publications, 2004'den naklen "Third European Survey on Working Conditions 2000", **Avrupa Çalışma ve Yaşam Koşulları İyileştirme Vakfı**, 2000,s.7

eder. Oysa kurumsal risk sermayedarı aktif rol oynamaz, yatırım yaptığı işletmelerde yöneticilik sağlar. Birçok işletmeye yatırım yaparak da riski dağıtmaya çalışır.<sup>34</sup>

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

Risk sermayedarının görevi yalnızca yatırım fırsatlarının bulunması ve yeni bir projenin geliştirilmesine karar vermek değildir. Risk sermayedarı aynı zamanda yatırımın değerini arttırmak ve gelişimini sağlamak için iş geliştirmeye ilgili bilgi ve yeteneklerini kullanmaktadır. Bu amaçla şirketin ilk gelişme aşamasında mali katkının yanı sıra, yönetsel destek de sağlamaktadır. Bazen de şirket yöneticisini işten çıkararak yeni bir yönetici bulunana kadar yönetimi elinde tutmaktadır.<sup>35</sup>

Fonlarından bir bölümünü girişim sermayesi yatırımları için ayıran nihai yatırımcılar, kendileri adına ne tür yatırımların yapılacağı konusunda karar almaları için paralarını tanınmış ve güvenilir yatırım yönetimi şirketlerine vermektedirler. Yatırım yönetimi şirketlerinin iki ana görevi vardır: yatırımcılardan fon tedarik etmek ve yatırımcıları için gerekli getirileri sağlamak için tedarik edilen fonları yatırım fırsatlarına yatırmak.<sup>36</sup>

Fonların kaynağı genellikle alım gücü yüksek yatırımcılar, emeklilik fonları, sigorta şirketleri, hedge fonlar ve bankalardır. Bu kişiler ve kuruluşlar genellikle fonlarının küçük bir kısmını girişim sermayesi varlık sınıfına tahsis eder ve bu miktarı yüksek getirili yatırımlar yapmaları için deneyimli yatırım yönetimi şirketlerine verirler. Bu şirketler, yatırımcılarının talepleri doğrultusunda yüksek kazançlı yatırım fırsatları ararlar. Yatırımcılar paralarını belirli

---

<sup>34</sup> İlker Parasız, Kemal Yıldırım, **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, 1.Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994, s.373

<sup>35</sup> Müge İşeri, **Risk Sermayesi ve Türkiye'deki Geleceği**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, 2001,s.9

<sup>36</sup> Evren Bolgun, Barış Akçay, M., **Risk Yönetimi**, İstanbul :Scala Yayıncılık , 2005, s.17

bir sektöre veya (telekom, IT, imalat), belirli bir bölgeye (örn., Orta ve Batı Avrupa) veya arzuladıkları getiriyi sağlayacak herhangi bir fırsata aktarır.<sup>37</sup>

Mucit (Inventor); icat eden türeten kişi anlamında olup teknoloji alanında belirli bir sorunun fiilen çözümünü gerçekleştiren düşüncenin sahibi olan kişidir, icat ise türetmek, ihtira etmek, çıkarmak, uydurmak anlamına gelmekte olup, teknoloji alanında belirli bir sorunun fiilen çözümünü sağlayan kişinin ifade ettiği düşüncedir. Yenilik, icat etme ve teknik buluşlar ile yakından ilgilidir, örneğin, yenilik yapmak fiilini açıklarken önce icat etmek kavramından bahseder ve icat etmeyi " düşünce gücü ile herhangi bir şeyi meydana getirmek" olarak tanımlamıştır. Yenilik yapmayı ise, "bir takım yeni faaliyetlere girişme, mevcut olan durumda birtakım değişiklikler yapma" olarak ifade etmektedir.<sup>38</sup>

Cesur sermayedar, kendisine başvuruda bulunan ve buluş yaptığını iddia eden mucide ait icadın, teknik ve pazarlama açısından değerlendirmesini yapar. Uygun görürse mucit ile beraber hisse senedine dayalı ortaklık kurar ve sonra şirket üretime geçer. Genellikle icat yapan kişiler ticaretten anlamaz iken, cesur sermayedar çok kere yeminli murakıplık yapmış, muhasebe ve ticari hayatta yetişmiş tecrübeli kimselerdir. Böylelikle mucidin zekâsı ile cesur sermayedarın tecrübesinin birleşmesi sonucunda yeni bir şirket halinde sınai veya ticari hayata atılırlar. Kısacası mucitlerin sadece patenti satın alınmaz, daha çok onlarla ortak olunur.<sup>39</sup>

## 1.7. Risk Sermayesi Süreci

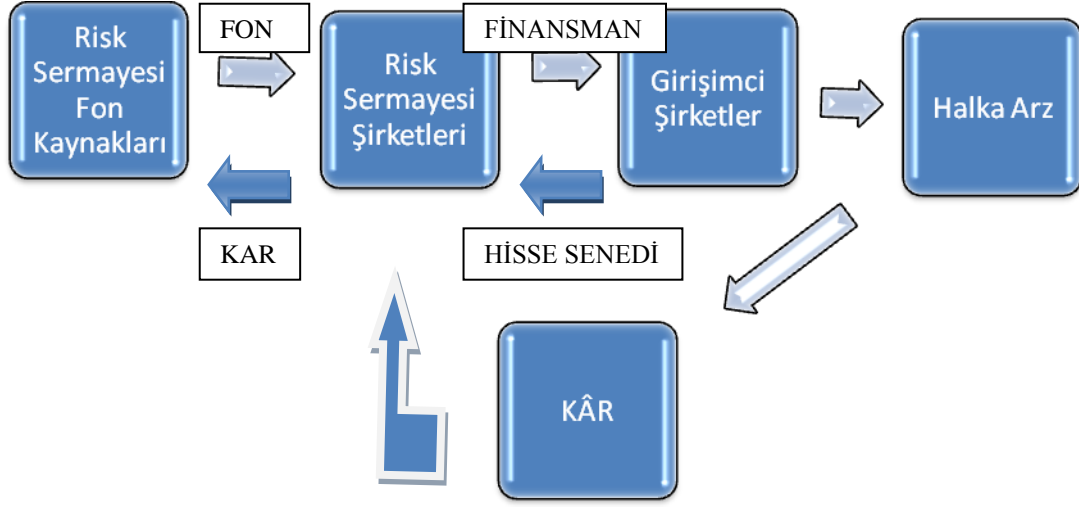
Risk sermayesi süreci 3 aşamadan oluşmaktadır. Bu süreç risk sermayesi fonunun oluşturulmasıyla başlayıp, risk sermayesi yatırımının yapılması ve yatırımdan çıkış ile sona erer.

---

<sup>37</sup> Halil Sarıaslan, "Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları", **ASO Dergisi**, Ekim 2002, s.23

<sup>38</sup> Kürşat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, Ankara: SPK Yayını, Yayın No:37, 1996, s.3

<sup>39</sup> İşeri,s.10



**Şekil 1. Risk Sermayesi Süreci**

**Kaynak:** İlker Can, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Finansında Risk Sermayesi, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2007, s.28

### 1.7.1. Risk Sermayesi Fonunun Oluşturulması

Risk sermayesi finansman modelinin ilk aşamasında risk sermayesi şirketleri katılma belgelerine karşılık olarak; bireysel tasarruflar, sigorta şirketleri, emekli sandıkları ve bankalar gibi kaynaklardan risk sermayesi yatırımında kullanılmak üzere uzun vadeli fon temin ederler<sup>40</sup>. Bünyelerinde toplanan bu fonlar için risk sermayesi şirketleri, yatırımcılara herhangi bir faiz ya da kesin bir kar payı ödemesi taahhüdünde bulunmazlar. Tamamen karşılıklı güvene dayalı olarak yapılan bir fon kullanım sözleşmesiyle fonlar toplanır<sup>41</sup>.

Bu aşamada, ilk olarak toplanacak risk sermayesi fonunun miktarı belirlenmektedir. Bunun için yatırım yapılacak işletmelerin özellikleri, yönetim giderleri ve diğer giderler gibi unsurlar önem arz etmektedirler. Risk sermayesi fonunun oluşturulabilmesi için ellerindeki

<sup>40</sup> Kuğu, s.141-153.

<sup>41</sup> Nevzat Aypek, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, Ankara: KOSGEB Yayınları,1998, s.50

fonları uzun süreli ve daha riskli yatırımlarda değerlendirmek isteyen yatırımcıların bulunması gerekmektedir. Uzun süreli yatırımların ülkedeki ekonomik konjonktür, faiz oranları, yatırım alışkanlıkları, enflasyon, , siyasal ya da politik istikrar, mevcut sermaye piyasalarının yapısı, beklentiler vb. çok çeşitli faktörlerden etkilenmesi, özellikle az gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde risk sermayesi fonlarının oluşumuna yönelik çeşitli sorunlar oluşturabilmektedir. Ayrıca risk sermayesindeki yatırım riski büyük ve belirsiz olduğundan ve yeni bir ürün geliştirme ya da yeni bir piyasaya girme amacından dolayı risk, ticari risk, pazar riski hatta fiyat ya da sermaye riski olabildiğinden, risk sermayesi fonuna taahhütte bulunacak sermayenin yeterli büyüklükte ve vadede olması önemli bir sorun oluşturmaktadır.<sup>42</sup>

Fonun oluşturulmasında en temel sorun risk sermayesi fonuna taahhütte bulunacak yani aktarılabilecek kaynağın yeterli büyüklükte ve vadede olmamasıdır. Ayrıca, risk sermayesi fonunun yapılandırılması da en az sermaye kadar önemlidir. Risk sermayesi yönetiminin dışsal müdahaleler olmaksızın deneyimli, profesyonel yöneticilerden oluşması veya yönetilmesi de vazgeçilemeyecek bir ilkedir.<sup>43</sup>

### **1.7.2. Risk Sermaye Yatırımının Yapılması**

İşletmeler, finansman gereksinimlerini öz kaynaklardan veya yabancı kaynaklardan sağlayabilirler. Girişimciler, firmalarının kuruluşu esnasında sermayelerini ailelerinden ya da arkadaş çevrelerinden temin ederler. Ancak söz konusu sermaye yeterli değildir. Çünkü bazı durumlarda ortada sadece bir fikir vardır ve bu fikrin laboratuvar ortamında geliştirilmesi ve sonrada ticarileştirilmesi için yeni kaynak gereklidir.

---

<sup>42</sup> Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, **KOB Küçük ve Orta Ölçekli Sanayicinin El Kitabı**, İstanbul: TMMOB Yayınları, 1999, s. 257.

<sup>43</sup> Aypek,s.28

Ellerinde fon fazlası olan ve bu fonları risk sermayesi yatırımlarında kullanmayı arzu eden gerçek ve tüzel kişiler, risk sermayesinin fon kaynaklarıdır. Risk sermayesinin başlıca fon kaynakları şunlardır<sup>44</sup>:

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

Risk sermayesi yatırımında temel araç hisse senedi olmakla birlikte, bazı durumlarda kullanılan risk sermayesi karşılığı doğrudan ortak olmak yerine hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ya da hisse senedi satın alma hakkı veren tahvil (warrant) alınır. Bu gibi durumlarda doğrudan öz kaynak desteği yerine borçla öz kaynak arasında olabilen bir finansman desteği sağlanmış olur. Böylelikle ortaklık ileri bir tarihe ertelenmiş ve dolayısıyla özkaynak yatırımının oluşturduğu risk de ertelenmiş olur. Çünkü, istenince daha önce

---

<sup>44</sup> Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği,s.258

belirlenmiş koşullara göre tahviller hisse senedine dönüştürülebilir veya önceden belirlenmiş belli bir fiyattan belli miktarda hisse senedi warrant hakkı kullanılarak satın alınabilir.<sup>45</sup>

### 1.7.3. Yatırımdan Çıkış ya da Yatırımın Likidasyonu

Risk sermayesi sürecinin son aşaması olan yatırımdan çıkışta firmaya finansman sağlanmaz, gelir elde edilir. Risk sermayesi şirketinin karı, girişimci şirketin hisse senedine zamanında yaptığı ödeme ile yine aynı şirketin hisse senetlerini borsada satması ile elde ettiği kazanç arasındaki farktır.<sup>46</sup> Yani risk sermayesi yatırımının getirisi, destek sağlanan işletmenin hisse senetlerinin piyasada değer kazanmasıyla paraleldir. İşletmenin hisse senedinin değer kazanabilmesi girişimin başarılı bir şekilde büyümesine bağlıdır. Bu sebeple yatırımdan çıkıştan bahsedebilmek için desteklenen işletmenin teknolojik ve ekonomik gelişmesini tamamlamış ve piyasada belli bir büyüklüğe varmış olması gerekmektedir.<sup>47</sup>

Yatırımdan çıkış aşaması likidasyon olarak da adlandırılmakta olup, risk sermayesi finansman sürecinin son aşamasıdır. Yatırımın başarı kazanması için gerekli tüm çabalar gösterilmiş ve yatırımın sonuna gelinmiştir. Bu aşama, risk sermayesi şirketlerinin, finanse ettikleri işletmelerdeki ortaklık paylarını satarak yatırımdan ayrıldıkları noktadır Yatırımdan çıkış şekli, yatırım sözleşmesinde belirlenmekte veya yatırımın seyrine göre daha sonra kararlaştırılmaktadır. Fakat temel nokta; risk sermayesi şirketlerinin, girişimin kendilerine en yüksek getiriyi getirecek durumda ve zamanda yatırımdan çıkmalarıdır. Bu şekilde risk sermayesi şirketlerinin temel amacı, yatırım yaptıkları işletmeleri geliştirip belli bir kârlılık seviyesine ulaştırmalarının ardından bu işletmelerdeki hisselerini satmak ve bağlı tuttıkları fonları ve bekledikleri kârları likit hale dönüştürmektir.<sup>48</sup>

---

<sup>45</sup> Apak,s.31

<sup>46</sup> Ceylan,s.161

<sup>47</sup> Aypek,s.30

<sup>48</sup> Ali Çımat ve Atakan Laçinel, **KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi**, Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, 2002, s. 100

Bir başka yaklaşıma göre yatırımdan çıkış aşağıdaki biçimlerde de olabilmektedir<sup>49</sup>.

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

Risk sermayesi yönteminde yatırımdan çıkış aşamasında ülkeler arasında değişiklikler bulunsa da, genel uygulama hisselerin, tezgah üstü piyasa (over the counter)'da kısmi olarak (partial exit) veya blok olarak (full exit) satılmasıdır. Çünkü, bu girişimler yeni veya genişlemekte olan işletmeler oldukları için ilk başta birincil sermaye piyasası (primary market) koşullarını yerine getiremezler. Gelişmiş ülkelerde yalnızca bu tür şirketlerin hisselerinin alınıp satıldığı ikincil sermaye piyasaları (secondary market) da oluşturulmuştur. Hisseler bu menkul kıymetler borsasına kote edilerek ikincil piyasada da işlem yapılır<sup>50</sup>.

## **1.8. Risk Sermayesinin Fonksiyonları**

### **1.8.1. Risk Sermayesinin Yatırım Aracı Olma Fonksiyonu**

Genellikle risk sermayesi yatırımları yeni bir teknolojik buluşu hayata geçirmek için kurulmuş ya da kurulma aşamasında olan firmalara yapıldığı için risk sermayedarı, yatırım yaptığı firmanın geçmiş yıl verilerine sahip olamaz ve yeni bir teknoloji üretileceği için de

---

<sup>49</sup> CB. Barry, CJ. Musceralla, CJ Peavy, MR. Vetsupeus, The Role Of Venture Capital in The Creation of Public Companies, **Journal of Financial Economics**,s.450

<sup>50</sup> Mark H. Long, **Financing The New Venture**, NY, Adams Media Corporation,2000,s.45



piyasada karşılaştırma yaparak tahmin yürütme olanağı da yoktur. Bu da belirsizlik altında karar verilmesine ve riskin artmasına neden olur.<sup>51</sup>

Risk sermayesi finansman yönteminde, risk sermayesi şirketi girişimci şirkete yatırımını hisse senedi karşılığında yapmaktadır. Normalde hisse senedi, belirli olmamakla beraber yatırımcısına devamlı olarak bir gelir sağlama fonksiyonuna sahiptir ve bu sürekli gelir de kar payıdır. Fakat, söz konusu olan hisse senedini yatırımcı, girişimciye sağladığı risk sermayesine karşılık olarak alıyorsa durum değişmektedir. Çünkü, risk sermayesi yatırımı teknolojik yenilik hedefinde olan ve henüz gelişme aşamalarının başındaki KOBİ'lere yapıldığından; yüksek risk taşıyan bu yatırımların kısa zaman zarfında kara geçip kar payı dağıtmaları pek mümkün değildir. Bu nedenle, sürekli ve belirli bir gelir sağlama arzusu içindeki yatırımcılar risk sermayesi yatırımında bulunmazlar.<sup>52</sup>

Tam anlamıyla özkaynak yatırımı sayılmayan, risk sermayesi, uzun vadeli, düşük ihtimalle büyük kâr ile yüksek olasılıkla küçük zararın söz konusu olduğu ve özellikle yüksek gelişme potansiyeline sahip sektörlerde ferdi tasarruflulara ve kurumsal tasarruflulara yatırımda bulunma olanağı sağlayan bir yatırım aracıdır.<sup>53</sup>

### **1.8.2. Risk Sermayesinin Makro Ekonomik Fonksiyonu**

Teknolojik ilerleme, ekonomik büyüme ve gelişmenin en önemli aracıdır. Bunun gerçekleşmesi de yeni ürün ve üretim teknolojilerinin ortaya çıkması gerekmektedir. Teknolojik oluşumun ilk adımı olan fikir aşamasından, pilot tesis aşamasına kadar olan aşamalardan bir veya birkaçının finanse edilmesi için risk sermayesi kullanılır. Teknolojik gelişme, sermaye ve emeğin verimliliğini artırmaktadır. Bu noktada risk sermayesi de bir taraftan teknolojik gelişmeleri finanse ederken diğer yandan verimlilik artışı sağlamış olur. Teknoloji, teknolojik gelişme ve teknolojik üstünlük işletmenin rekabette en güçlü silahıdır.

---

<sup>51</sup> Kuğu, s.145

<sup>52</sup> Aypek, s.38

<sup>53</sup> Ceylan, s.50

Bu sebeple risk sermayesi özellikle uluslararası rekabette önemli bir fonksiyonu gerçekleştirmiş olur.

Bir taraftan tasarrufları ekonomiyi yönlendirirken diğer yandan yeni girişimcileri özellikle teknolojik yenilik konusundaki yatırımlarında destekleyerek; teknolojik yenilik-verimlilik-rekabet etkileşimini gerçekleştiren risk sermayesi makro ekonomik boyutta aşağıdaki fonksiyonları yerine getirir<sup>54</sup>.

- Risk sermayesi yatırımlarının önemli bir bölümü teknolojik yenilik ve gelişmelerle ilgili olduğu için ülkede teknolojinin hızla gelişmesine öncelik eder. Böylelikle risk sermayesi teknolojik sanayileşmenin motoru fonksiyonunu da üstlenmiş olmaktadır.

- Risk sermayesi hem teknolojik yenilik ve gelişmeler sağlayarak hem de tasarrufları direk sabit sermaye yatırımlarına aktardığı için ülke sanayi'nin gelişmesine olanak tanır.

- Teknolojik yenilik ve gelişmeye verdiği destek sayesinde yeni ürün ve hizmetlerin ekonomiye kazandırılmasını sağlar.

- Risk sermayesi genellikle dinamik, üretken, genç fakat yeterli finansman gücü olmadığı için ortaya çıkmayan girişimcilere yapıldığı için; parası olmayan ancak dinamik ve üretken olan herkesin bir iş sahibi olabileceği fikri teorik olarak da olsa yaygınlaşmış olacaktır. Dolayısıyla yeni fikirlerin ve icatların ortaya çıkmasına ve geliştirilmesine olanak tanınacak ve toplum dinamizm kazanacaktır. Toplumun dinamizm kazanması da ekonomik kalkınmanın temel faktörlerindedir.

---

<sup>54</sup> Halil Sarıaslan, "Gümrük Birliğine Giren KOBİ'lerin Finansman Sorunları ve Çözüm Önerileri Sempozyumu" 9 Kasım 1995, **Uzman Gözüyle Bankacılık** Dergisi, Yıl:3, Sayı: 12,1995,s.13

## 1.9. Risk Sermayesi Şirketleri

Risk sermayesi şirketleri, risk sermayesi fonlarını toplayan ya da sahip olduğu fonlarını risk sermayesi yatırımlarına yönlendiren ve temel faaliyet amacı KOBİ odaklı risk sermayesi yatırımları olan şirketlerdir. Risk sermayesi finansman sürecinde, risk sermayesi fonlarını toplayarak risk sermayesi yatırımlarının gerçekleştirilmesini sağlayan finansal kuruluşlardır. Büyük fonların toplandığı bu şirketlerin amacına hizmet eden verimli şirketler olarak faaliyette bulunmaları ve bu şirketlere işlerlik kazandırılması, risk sermayesi piyasalarının gelişimi ve bu doğrultuda ülke ekonomilerinin kalkınma ve büyüme hamlelerinin gerçekleştirilmesine katkı sağlayacak girişim fikirlerinin hayata geçirilmesi açısından çok büyük bir önem arz etmektedir.<sup>55</sup>

Risk sermayesi şirketleri, yapıları gereği kendilerine özgü özellikler taşımaktadırlar. Bu özellikler şu şekilde sıralanabilir<sup>56</sup>:

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

-Finansman sağladıkları şirketlere, yeni ürün ve hizmet geliştirme ile ilgili yardım sağlar.

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

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

-Yüksek getiri beklentisi içerisinde yüksek risk alırlar.

---

<sup>55</sup> İlker Can, **Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansında Risk Sermayesi**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli,2007,s.30

<sup>56</sup> Risk Sermayesi, **Girişimci Merkezi Finans**, [https://www.turkticaret.net/business\\_center/haber.php?id=124](https://www.turkticaret.net/business_center/haber.php?id=124) (25 Ağustos 2010).

-Finansman sağladıkları şirketlere ilişkin beklentileri uzun dönemlidir.

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

-Diğer risk sermayesi şirketleriyle ortak yatırımlar yaparlar.

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

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

Çeşitli kaynaklardan fon sağlayan risk sermayesi şirketleri farklı türlerde örgütlenmişlerdir. Risk sermayesi şirketlerini küçük risk sermayesi işletmeleri, özel risk sermayesi şirketleri, finansal kurumlara ait risk sermayesi şirketleri ve finansal olmayan kurumlara ait risk sermayesi şirketleri olmak üzere dörde ayırabiliriz.

### **1.9.1. Özel Risk Sermayesi Şirketleri**

Kurumsallaşmış risk sermayesi gruplarıdır. Bu grup, aile şirketlerini ve fonları kurumlar tarafından sağlanmış özel ortaklıkları içermektedir. İlk özel risk sermayesi şirketlerinin bazıları A.B.D.'de Rockefeller, J.H. Whitney gibi varlıklı aileler tarafından kurulmuştur. 40 ve 50'li yıllarda faaliyet gösteren bu tür şirketler, risk sermayesinin başlangıcını teşkil etmektedir. Günümüzde risk sermayesi sistemine, sermaye özel ortaklıklar kanalıyla veya aileler adına kurulmuş vakıflar aracılığıyla gelmekte birlikte, sistemin

başlangıcını oluşturan aile şirketleri sektördeki en deneyimli yatırımcılar arasında bulunmaktadır.<sup>57</sup>

### **1.9.2. Küçük Risk Sermayesi İşletmeleri**

Küçük işletme yatırım şirketleri, büyüme potansiyeline sahip küçük işletmelere risk sermayesi desteği imkanı sağlayan özel finans kurumlarıdır. Yalnızca küçük işletmelere yatırım yapma hakkına sahiptirler. Yatırım yaptıkları küçük işletmelere ya hisse karşılığı ortak olmakta ya da borç vererek finansman desteği sağlamaktadırlar. Ayrıca ortak oldukları ya da borç verdikleri küçük işletmelere ücretli veya ücretsiz danışmanlık hizmeti vermektedirler. Küçük İşletme İdaresi (SBA) şirketlere kuruluş izninin verilmesi ve faaliyetlerinin denetimini yapmaktadır.<sup>58</sup>

Bu yapıdaki şirketler, portföylerinin en çok %33'lük kısmını gayrimenkul yatırımlarına ayırabilirler. Yurt dışında yatırım yapamazlar. SBA' dan sermayelerinin en fazla üç katına kadar borçlanabilirler. Bu nedenle, bu şirketlerin genelde kredi verme yönü gelişmiş ve risk sermayesi şirketi özelliğini yitirmeye başlamışlardır.<sup>59</sup>

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

Ticari bankaların ve sigorta şirketlerinin çoğunluğu, kendi kredi koşullarına uymayan, risk ve getiri potansiyeli yüksek girişimlerin finansmanı için risk sermayesi şirketleri kurmuşlardır. ABD'de bankaların hisse senedi alımı yaparak iştirakte bulunmaları sınırlandırılmıştır. Bu nedenle de ticari bankaların çoğu ve sigorta şirketleri, kendi kredi koşullarına uymayan ancak yüksek karlılık beklenen yatırımların finanse edilmesi için risk sermayesi şirketleri kurmuşlardır.<sup>60</sup>

---

<sup>57</sup> Vefa Toroslu, "Risk Sermayesi Finansman Modeli", **Activeline Dergisi**,2000, Sayı:2,s.14

<sup>58</sup> Sarıaslan,s.315

<sup>59</sup> Toroslu,s.15

<sup>60</sup> Serap, s. 19-20

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

Genellikle bu tür şirketler büyük sanayi şirketleri tarafından kurulurlar. Örneğin; aralarında 3M, Eastman, Kodak, Lubrizol ve Xerox'un bulunduğu yaklaşık 90 tane büyük sanayi şirketi risk sermayesi bölümü oluşturmuşlardır. Ayrıca 100'den fazla şirkette kendilerinin olmayan ortaklıklara yatırım da bulunmuş veya direkt risk sermayesi yatırımlarında bulunmuşlardır.<sup>61</sup>

#### **1.10. Risk Sermayesi Şirketlerinin Finansman Araçları**

Risk sermayesi şirketleri, girişimcilere finansman temin ederken, hisse senetlerini satın alarak bu şirketlere ortak olmaktadır. Bu nedenle kullanılan araçlar da bu amaca yöneliktir. Finansman sağlarken, risk sermayedarlarının kullandıkları araçlar şunlardır:

##### **- Adi Hisse Senedi**

Ortaklık hakkını temsil eden hisse senedir. Fakat; finanse edilecek işletmenin taşıdığı riske göre, risk sermayedarına tahsis edilecek hisse senedi de değişiklikler gösterecektir. Risk sermayesi yatırımlarında kullanılan adi hisse senedi çeşitleri genellikle şunlardır<sup>62</sup>:

- Ertelenmiş hisseler (deferred shares); imtiyazlı hisseler kâr payı dağıtımını yapılmasının ardından temettü alabilen hisselerdir.
- Öncelikli hisseler (preference shares); imtiyazlı hisse senetleri.

---

<sup>61</sup> Tülay Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye'de Uygulama Olanakları**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2.baskı, 2001,s.39

<sup>62</sup> Serdar Eser, **Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi**, Ankara: SPK Yayınları,1990,s.63-64

- **Tercihli Hisseler**

Tercihli hisseler (preferred stock); oydan yoksun hisse senedi olarak tanımlanan bu hisse senetleri sahipleri oy kullanamazlar ancak; kârdan pay alırlar.<sup>63</sup>

- **Hisse Senedi İle Değiştirilebilir Tahvil**

Bu finansman aracında, risk sermayesi şirketi, girişimci şirkete vermiş olduğu finansmana karşılık şirketin tahvillerinden alır. Belirli bir sürenin ardından girişimci şirket almış olduğu borcu geri öder ya da tahvillere karşılık fiyatı önceden belirlenmiş hisse senetlerini risk sermayesi şirketine vererek borcunu kapatır.<sup>64</sup>

- **Garantili Tahviller**

İşletmenin tasfiyesi durumunda ilk sırada yer alan senetlerdir. Tahvillerin hisse senedine çevrilmesi durumunda, hisselerin tercihli hisseler olması ayırt edici özelliğidir.<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> Mehmet Civan, Mustafa Uğurlu, “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt XXI, Sayı 1, 2002,s.87

<sup>64</sup> Civan ve Uğurlu,s. 87

<sup>65</sup> Sermaye Piyasası Kanunu 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun ekiyle 14/A maddesi

## 2. DÜNYA'DA RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI

Dünya ekonomisindeki küreselleşme eğilimi risk sermayesinin de küreselleşmesine neden olmuştur. Dünya ekonomisinde artık ulusal sınırlar risk sermayesi için engel olmaktan çıkmıştır. Bu tip sermaye de dünya üzerindeki herhangi bir ülkeye karlı gördüğü takdirde akabilmektedir. Örneğin ABD'li risk sermayesi firmaları Japonya'dan sağladıkları fonlarla Avrupa'daki bazı firmaları finanse edebilmektedir.<sup>66</sup>

Dünya'da RS alanında faaliyet gösteren kuruluşlar daha çok Avrupa ve Amerika'da bulunmaktadır. RS endüstrisinin artan önemini dikkate alan AT'da sürdürdüğü programlarla endüstriyi desteklemektedir. Bunlar; Venture Consort (KOBİ'lere yatırım yapan uluslararası sendikasyonlara finansal destek sağlar) Eurotech Capital (Uluslararası yüksek teknoloji yatırımı yapan RS şirketlerini destekler) Seed Capital (yeni oluşturulan şirketlere hayatta kalma desteği sağlar) Sprint (direkt bir program değildir küçük işletmelerin inovasyon avantajlarını tanımlarına yardımcı olur) Value (KOBİ'lere teknik ve bilimsel yardım sağlar) Jopp (Doğu Avrupa geliştirme) programlarıdır.<sup>67</sup>

### 2.1. Gelişmiş Ülkelerde Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi

Risk sermayesinin insanlık tarihindeki başlangıcı mudaraba ile olmuş, ortaçağda Avrupa'da commenda ile ticaret hayatına giriş yapmıştır. 17.yüzyılın sonlarıyla birlikte ortaklıklar, ilk ticaret kanunları etrafında şirketleşmiş ve böylece commenda'nın bazı özellikleri ortadan kalkmıştır. Örneğin; belirli bir amaç için geçici olarak birleşme, yüksek derecede risk alma, yüksek oranda gelir isteği, girişimciye güven mekanizması, yeni

---

<sup>66</sup> Aylin Erdoğan, **Türkiye'de KOBİ'lerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2001, s. 57

<sup>67</sup> Kürşat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, Ankara: SPK Yayınları, Yayın No: 37, 2000, s.9-10



oluşmaya başlayan şirketleşme girişimleri nedeniyle yerini, istikrara, uzun vadeye ve sermaye temelinde ortaklıklara bırakmıştır.<sup>68</sup>

İngiltere’de 19. yüzyılın ilk yıllarında sanayileşme hareketleri ile birlikte, çok az sayıda ve farklı uygulamaları bünyesinde barındıran biçimiyle II. Dünya Savaşı sonuna kadar devam etmiştir. 1940-1945 yılları arasında, dünyada o döneme değin görülmemiş kadar kanlı ve ulusların kaderini belirleyen bir savaş yaşanmıştır. Sonrasında Amerika Birleşik Devletleri’nde boş kalan devasa bir savaş sanayi, sadece savaşta kullanılmak üzere geliştirilmiş yeni buluş ve teknolojiler, yeniden düzenlenmesi gereken dünya sistemleri ve savaştan dönen binlerce Amerikalı işsive yeni iş sahaları bulunması sorunu yaşanmıştır<sup>69</sup>.

Amerika’nın göçmen atalarından gelen girişimci ruhları, risk sermayesi uygulamalarını “venture capital” olarak ortaya çıkarmış ve o günden itibaren başarı ile uygulamıştır. II. Dünya Savaşının ardından Laurence Rockefeller, cephede beraber savaştığı asker arkadaşlarına, savaştan sağ dönmeleri halinde iş kurmak için yardım sözü vermiştir. Savaştan sonra iş kurmak isteyen arkadaşlarının müracaatı üzerine Rockefeller, arkadaşlarına söz verdiği gibi yardımda bulunmuş, ancak; bu yardımı bir borç veya kredi olarak değerlendirmek yerine, kurdukları işletmelerden hisse alarak onlara ortak olmuştur. Bu girişim, modern anlamda ilk risk sermayesi uygulaması olarak adlandırılmaktadır<sup>70</sup>.

1946 yılında Amerika kurulan The American Research and Development Corporation ilk kurumsal risk sermayesi şirketi olarak kabul edilmektedir. 1958 yılında kabul edilen Small Business Investment Act (Küçük Ölçekli İşletme Yatırım Kanunu) risk sermayesi şirketlerine özel bir statü vermiştir. ABD’de risk sermayesinin gelişmesindeki en önemli etken, bu ülkede teknik ve maddi deneyimi olan yeteri kadar girişimcinin bulunması olmuştur. Uzun vadeli

---

<sup>68</sup> Ali Haydar Ark, “Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi”, **Activeline Dergisi**, Mart-Nisan Sayısı,2002

<sup>69</sup> Vefa Toroslu,“Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Activeline Dergisi**, Sayı:2, 2000,s. 116

<sup>70</sup> Ark,s.4

sermaye kazançlarından alınan gelir vergisi oranının az olması risk sermayesini çekici ve uygulanabilir yatırım aracı olmasını sağlamıştır.<sup>71</sup>

Amerikan risk sermayesi şirketlerinin başarısı ile birlikte diğer ülkelerde de bu tür şirketlerin kurulmasını ve gelişmesini sağlamıştır. Bu ülkeler arasında ön sıraları Japonya, İsrail ve başta İngiltere olmak üzere Avrupa ülkeleri almaktadır. 1983-1984 yılları arasında Avrupalıların risk sermayesi yatırımlarının yarısı sadece İngiltere kökenli kuruluşlarının payını oluşturmaktadır. ABD risk sermayesi şirketleri de bu ülkelerde ya kendi temsilciliklerini oluşturmuş, ya da yerli bir ortakla yeni bir şirket kurmuştur. Bu ülkelerin risk sermayesi şirketleri ve yatırım bankaları da ABD'de risk sermayesi yatırımları yapmaktadırlar.<sup>72</sup>

## 2.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Risk Sermayesinin Tarihsel Gelişimi

ABD, İngiltere ve Japonya'daki gelişmelerin gerisinde kalmalarına karşın, kimi gelişmekte olan ülkelerin, 1990'lı yılların başından itibaren risk sermayesi piyasalarının kendi ülkelerinde de kurulması için çalışmalar yaptığı gözlenmektedir. Bu açıdan en başarılı ülkeler, güney ve güneydoğu Asya ülkeleridir.<sup>73</sup>

Bu bölgede yaratılan risk sermayesi fonları, 1991 yılında 21,9 Milyar \$ miktarındayken, asıl gelişimini Amerika ve Avrupa Birliği'ne paralel olarak 1998 yılı itibariyle göstermiştir. Örneğin; sadece Çin ve Hong Kong'da 1998 yılında risk sermayesi yatırımlarının tutarı 3,1 Milyar \$ olmuştur. Asya'da faaliyette bulunan ve Çin'e yatırılan risk sermayesi fonlarının tutarı da eklendiğinde bu rakam, 7,2 Milyar \$ civarında olmuştur. Tayvan'da 1999 yılında 300 risk sermayesi şirketi tarafından, 10 Milyar \$'lık fon

---

<sup>71</sup> George Kozmetsky, , Michael D. Gill, Jr., Raymond W. Smilor. **Financing and Managing Fast-Growth Companies**. The Venture Capital Process. 1985.,s.67-68

<sup>72</sup> Perez Robert, Inside Venture, **Capital**,1986,s.72

<sup>73</sup> Kuğu,s.45

oluşturulmuştur. Ayrıca Tayvan’da varlıklı kişiler (business angels) tarafından gayri resmi olarak, 10 Milyar \$’lık bir fonun girişimcilere verildiği söylenmektedir<sup>74</sup>.

Avustralya’da da durum diğer Asya ve güneydoğu Asya ülkeleriyle benzer niteliktedir. Hükümetin bu yönde gösterdiği çabaların sonucu olarak, 2000 yılında toplanan 1,2 Milyar \$’lık risk sermayesi fonunun %24 gibi bir kısmı uluslararası kaynaklardan, özellikle Asya ülkelerinden gelmektedir<sup>75</sup>.

Bir diğer başarılı ülke ise İsrail’dir. Devlet tarafından verilen “Yozma” fonları ile yerli ve yabancı finansmanın risk sermayesine akışı gerçekleştirilmiştir. 5,7 Milyon nüfusa sahip İsrail’de, 2000 yılında 3 Milyar \$’lık bir fon toplanarak büyük bir başarı sağlanmıştır. Bu fonların %45, yani yarıya yakın bir bölümü bilim ve sağlık alanlarına yönelik, ileri teknolojiye dayalı girişimci firmalara aktarılmıştır. Fonların bir kısmı Amerika Birleşik Devletleri’nden gelmektedir. İsrail, ABD’li risk sermayesi firmalarının yurtdışına yaptıkları yatırımlardan %7,7’lik oranla en yüksek payı almaktadır<sup>76</sup>.

Ayrıca Dünya Bankası (World Bank, WB), gibi bazı uluslararası kuruluşlar da, oluşturdukları risk sermayesi fonlarını geliştirmekte olan ülkelere aktarmaktadırlar. 1997 yılında risk sermayesi destekleri Rusya Federasyonu, Kazakistan ve Ukrayna’ya verilmeye başlanmıştır<sup>77</sup>.

### 2.3. Dünya’da Risk Sermaye’sinin Uygulama Örnekleri

Bu bölümde Dünya genelinde risk sermayesi sektöründe gerek önde gelen ülkeler gerekse geri kalmış ülkeler ele alınacaktır.

---

<sup>74</sup> Paul FOLTA, “The Rise of Venture Capital in China”, **The China Business Review**, Kasım/Aralık Sayı: 26.,1996,s.6

<sup>75</sup> Venture Economics, **About Venture Capital**,<<http://www.ventureeconomics.com/about.pdf>>,(25.08.2010)

<sup>76</sup> Alisa Leibowitz, “Strong Technology Gives Punch to Israeli Venture Capital Market”, **Venture Capital Journal**, Temmuz Sayısı,2000,s.77

<sup>77</sup>

## 2.3.1. Kuzey Amerika’da Risk Sermayesi Uygulamaları

### 2.3.1.1. ABD

Çağdaş bir finansman yöntemi olarak risk sermayesinin ilk olarak uygulandığı yer Amerika’dır. ABD’de risk sermayesi uygulamaları, bu ülkeye göç edenlerin iş kurabilmek için bankalardan aldıkları uzun vadeli girişim sermayesi ile kendini göstermiştir. 18. ve 19. yüzyıllarda, Avrupa’dan Amerika’ya yoğun göçler olmuş ve yeni kıtada iş ihtiyacı duyan göçmenler bu yöntemi sıklıkla uygulamışlardır.<sup>78</sup>.

ABD’nde, ARDC ile kurumlaşan risk sermayesi, 1953 yılında bankalar ve diğer yatırım kuruluşları, küçük ve orta ölçekli işletmelerin uzun vadeli fon sağlamada yardımcı olacak Küçük işletmeler idaresi (Small Business Administration "SBA"lar) kurulmuştur. 1958 yılında yürürlüğe giren, Küçük İşletme Yatırım Kanunu (The Small Business Investment Company Act of 1958) ile büyüme potansiyeli olan küçük işletmelere girişim sermayesi desteği veren Küçük işletme Yatırım Şirketleri (Small Business Investment Companies-SBIC'Ier) kurulmuştur. Ancak Küçük işletme Yatırım Kanununca, kurulmuş olan bu şirketlerin, kuruluş izninin verilmesi ve faaliyetlerinin denetimi Küçük işletmeler İdaresine (Small Business Administration-SBA) verilmiştir. Küçük İşletme Yatırım Şirketleri, iki şekilde sınıflandırılırlar<sup>79</sup>.

-Bağımsız Şirketler: Kişiler tarafından SBA şartlarına göre örgütlenmiş olan bağımsız küçük işletme yatırım şirketleridir.

-Bağımlı Şirketler: Başka finansal ya da finansal olmayan kuruluşlarca yine SBA şartlarına göre örgütlenen ve ana firmanın yönetim politikasına göre yönetilen bağımlı küçük işletme yatırım şirketleridir.

---

<sup>78</sup>Tayfun D. Kuğu, : “Finansman Yöntemi Olarak Risk sermayesi”, **Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, Cilt 11, Sayı 2, 2004, s.143

<sup>79</sup> Ali Çımat, Atakan Laçın, **KOBİ’lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi**, Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği,2002,s.112-113

Risk sermayesi şirketlerinin yaklaşık 1/3'i Amerikan risk sermayesi sektörünün başkenti olarak kabul edilen Silicon Valley'de bulunmaktadır. Daha önceleri "Batı Sahili Elektronik Endüstrisi - The West Coast Electronics Industry" ya da "Palo Alto" veya "Santa Clara Country" diye adlandırılan Silicon Valley San Fransisco, San Jose, California arasında yer almaktadır. Silicon Valley adı ilk kez Don C.Hoefler tarafından 1971 yılında yarı iletkenlerle ilgili bir yazıda kullanılmıştır<sup>80</sup>.

Yatırım yapmayı ve risk almayı destekleyici uygun bir ortamın yaratılması, sermaye piyasalarının geliştirilmesi ve sermaye kazançlarında bazı vergi kolaylıklarının sağlanması gibi konular ABD'deki RS yaklaşımlarının temelini oluşturmaktadır. Bu çerçevede yürütülen uygulamalardan bazıları şöyledir<sup>81</sup> :

- RS'nin gelişmesinde özellikle hisse senedi kazançlarındaki vergi oranının önce 1978'de %49'dan %28'e, daha sonra 1981'de %20'ye düşürülmesi çok etkili olmuştur. Vergi oranının %20'ye düşürülmesi, aslında sermaye kazançlarının %60'ının vergi dışı bırakılması ile sağlanmıştır.
- 70'lerin sonunda ERISA (Employee Retirement Income Security Act-Emeklilik Fonları Yasası)'da yapılan yeni bir düzenleme ile emeklilik fonlarının RS yatırımlarına daha fazla kaynak aktarabilmelerine fırsat sağlanmıştır. RS firmalarının kaynaklarının yaklaşık %30'unu emeklilik fonlarından sağladıkları göz önüne alınırsa bu çok önemli bir gelişmedir.
- ABD'de yerel yönetimlerin çıkardığı sıfır vergili Endüstriyel Kalkınma Tahvilleri gelirlerinden, küçük firmalara düşük faizli yatırım kredileri verilmektedir.
- Ar-Ge harcamalarına %25 oranında vergi iadesi uygulanmaktadır. Bunun haricinde Ar-Ge harcamaları, çeşitli vergi indirimlerine tabi tutulmaktadır.

---

<sup>80</sup> Sadi Uzunoğlu, Yeniliğin Finansmanı; Risk Sermayesi; **Trend Dergisi** 1 Ekim 1994, s.39-41. (Sayı 39).

<sup>81</sup> Dağdelen,s.50

- Kâr payı gelirleri, hem gerçek kişiler hem de tüzel kişiler için diğer gelirler arasında dahil edilmiştir. Kurumlar vergisi mükellefleri kâr payı gelirlerinin %85'ini vergiden düşebilmektedirler. Kâr payı ödeyen şirketin %80 veya daha fazlasının kâr payı elde eden şirkete ait olması halinde söz konusu indirim %100 olmaktadır.

- Girişimcilerin risk sermayedarlarından sadece yönetim hizmeti satın almaları durumunda, bu hizmet giderlerini risk sermayedarları vergiden indirebilmektedirler.

Tablo 2’de 2009 yılına kadar ABD’de Risk Sermayesi yatırım şekilleri yer almaktadır.

**Tablo 2. 1995 ile 2009 arası Kurumsal Risk Sermayesi Grubu Yatırım Analizi**

Yıllar	Tüm Risk Sermayesi Anlaşmalarının Toplamı	Toplam CVC Anlaşmaları	Kurumsal VC Anlaşması ile Hesaplanan Yüzde	Tüm VC Ortalama Miktarları \$M	Tüm VC arası ortalama miktarı \$M	Toplam VC Anlaşması \$M	Toplam CVC Anlaşması \$M	CVC’den gelen toplam Ücret Oranı
1995	1,838	136	7.4%	\$4.03	\$3.20	7,405.87	434.90	5.9%
1996	2,568	237	9.2%	\$4.13	\$3.11	10,608.94	737.22	6.9%
1997	3,162	334	10.6%	\$4.48	\$2.88	14,177.53	961.92	6.8%
1998	3,654	511	14.0%	\$5.42	\$3.35	19,806.96	1,709.56	8.6%
1999	5,505	1,282	23.3%	\$9.38	\$6.21	51,627.23	7,961.71	15.4%
2000	7,914	2,100	26.5%	\$12.71	\$7.72	100,600.22	16,212.06	16.1%
2001	4,506	96	22.1%	\$8.57	\$5.87	38,615.40	4,848.04	12.6%
2002	3,131	573	18.3%	\$6.70	\$3.35	20,977.55	1,919.47	9.2%
2003	2,971	447	15.0%	\$6.43	\$2.94	19,106.13	1,314.78	6.9%
2004	3,148	555	17.6%	\$6.98	\$2.79	21,960.18	1,548.16	7.0%
2005	3,208	559	17.4%	\$7.16	\$2.83	22,967.08	1,584.19	6.9%
2006	3,746	659	17.6%	\$7.04	\$3.07	26,382.86	2,025.79	7.7%
2007	4,027	798	19.8%	\$7.58	\$3.23	30,518.26	2,577.23	8.4%
2008	3,985	762	19.1%	\$7.02	\$2.88	27,981.71	2,195.60	7.8%
2009	2,799	372	13.3%	\$6.34	\$3.52	17,753.52	1,309.20	7.4%
Toplam	56,162	10,321	18.4%	\$7.67	\$4.59	430,489.44	47,339.84	11.0%

**Kaynak:** [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=265:investment-statistics&catid=46:corporate-venture-group](http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=265:investment-statistics&catid=46:corporate-venture-group) (25.08.2010)

**Tablo 3. ABD’de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı**

Yıl	Şirket Sayısı	Anlaşma	Yatırım(\$M)
2000	6376	7980	100088.3
2001	3815	4543	38224.3
2002	2667	3155	20871.3
2003	2474	2986	18942.2
2004	2641	3141	21801.7
2005	2721	3190	22650.3
2006	3119	3746	26184.9
2007	3328	4018	29965.4
2008	3327	4004	28008.4
2009	2441	2893	18068.0
2010	1518	1646	11387.3

**Kaynak:** [http://vx.thomsonib.com/VxComponent/static/stats/2010q2/nation\\_us1.html](http://vx.thomsonib.com/VxComponent/static/stats/2010q2/nation_us1.html) (25.08.2010)

Risk sermayesi ABD’de, özellikle 1970’li yıllardan sonra tutar ve yatırım sayısı yönüyle çok önemli boyutlara varmış bir finansman yöntemidir. 2000 yılında yıllık toplam yatırım tutarı açısından rekor seviyesi olan 105 milyar USD’ye ulaşan ABD risk sermayesi yatırımlarının 2000-2010 yılları arasındaki seyri Tablo 3’de görülmektedir.

Risk sermayesi yatırımlarının ABD’deki gelişimi ve yıllık 105 milyar USD gibi değerlere varması üzerinde çeşitli etmenler etkili olmuştur. Bu unsurlar şu şekilde özetlenebilir<sup>82</sup>:

- Boston’da 1946 yılında kurulan AR&D, ilk kamu risk sermayesi şirketi olarak risk sermayesi yatırımları için kurumsal bir örnektir.

<sup>82</sup> Kuğu, s.141-142

- Küçük işletmeler İdaresi (Small Business Administration, SBA), KOBİ'lere uzun vadeli fonlarla finansman hizmeti vermek üzere 1953 yılında kurulmuştur.
- 1971 yılında gelişmekte olan şirketlerle ilgili olarak NASDAQ kurulmuş; böylelikle KOBİ'lerin finansman gereksinimine yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak işleyişi daha düzenli bir hale getirilmiştir. Sermaye sahibi yatırımcılar, bu piyasadan hisse senedi alım-satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve gerçekçi bilgi edinme olanağına sahip olurlarken; risk sermayesi ile büyüyen şirketler de burada rahatça kayıt imkanı bulmakta ve hisse satımı gerçekleştirmektedirler.
- 1978 yılından itibaren çıkarılan yasalarla risk sermayesi yatırımlarından kaynaklanan gelirlere uygulanan gelir vergisi muafiyetleri arttırılmış ve emeklilik fonlarının büyük bir kısmının risk sermayesi fonlarına aktarılması teşvik edilmiştir.
- Risk sermayesi şirketlerinin 1973 yılında Ulusal Risk Sermayesi Birliğini(National Venture Capital Association, NVCA) kurmaları da risk sermayesi sektörünün gelişimine, dolayısıyla da yatırımların yükselmesine yönelik önemli bir gelişme olarak ifade edilmektedir.

**Tablo 4. ABD'de 04/01/2010 ile 06/30/2010 arası Risk Sermayesi Veren Şirketler**

No.	Bölge	Şirketler	Anlaşma	Yatırım(\$M)
1	Silicon Valley	276	276	2915.6
2	New England	95	95	581.7
3	NY Metro	93	93	381.0
4	Midwest	69	69	295.5
5	LA/Orange County	67	67	686.8
6	Southeast	51	51	309.6
7	DC/Metroplex	47	47	225.2
8	Northwest	44	44	247.6
9	Texas	39	39	188.7
10	Philadelphia Metro	25	25	112.2
11	San Diego	24	24	170.6



(Tablo 4 Devam)

12	SouthWest	20	20	130.5
13	North Central	16	16	147.4
14	Colorado	15	15	50.9
15	South Central	9	9	6.3
16	Unknown	8	8	42.7
17	Upstate NY	5	5	13.7
18	Sacramento/N.Cal	2	2	8.6
19	AK/HI/PR	1	1	2.0
-	Toplam	906	906	6516.6

**Kaynak:** [http://vx.thomsonib.com/VxComponent/static/stats/2010q2/nation\\_us1.html](http://vx.thomsonib.com/VxComponent/static/stats/2010q2/nation_us1.html) (25.08.2010)

Tablo 4’de 2010 senesinin ilk yarısında Risk Sermayesi yatırımı yapan şirketler verilmiştir. Bu tabloya göre geçmişte “google” ve “yahoo”ya risk sermayesi yatırımı yapan Silikon Vadisi Şirket’i birinci sıradadır. Altı ayda toplam 19 şirket 651.600.000.000 dolar yatırım yapmaları ABD Risk Sermayesi Sektörü’nün ne kadar geliştiğini göstermektedir.

### 2.3.1.2. Kanada

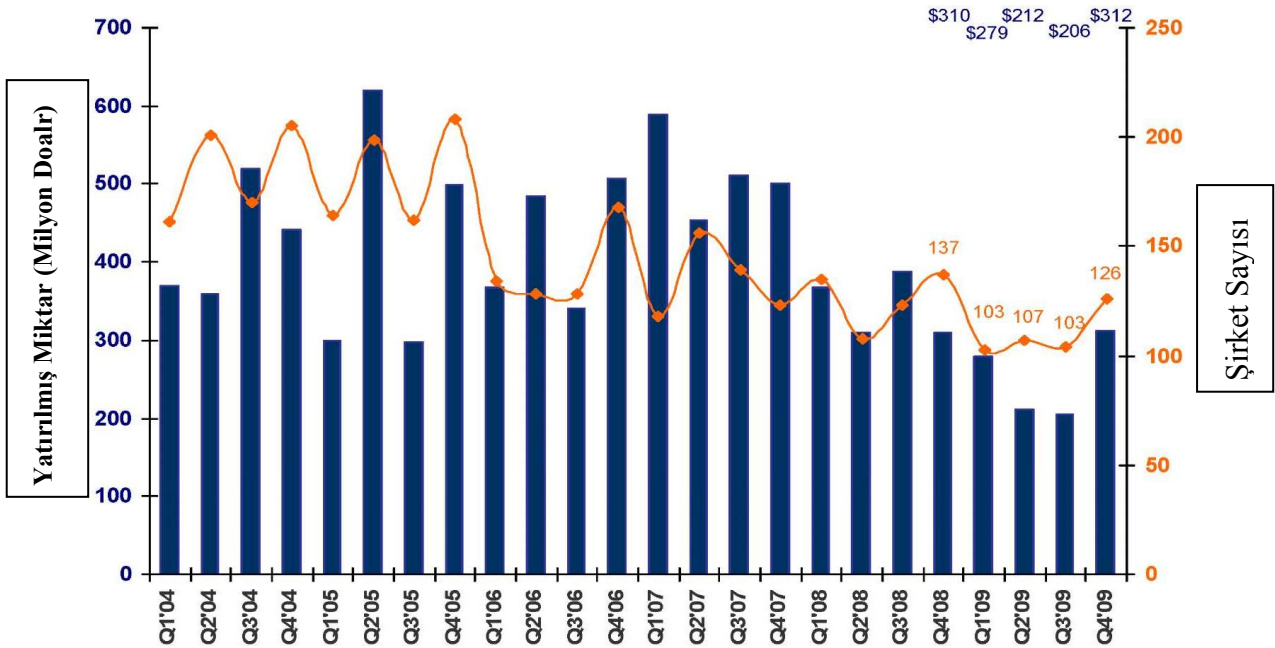
Kanada’da risk sermayesi sektörü 1960’lı yıllarda artış göstermiş olmasına rağmen, 1970’lerde bu yükselişini devam ettirememiştir. Bu dönemde yıllık yatırımlar 10 ile 15 milyon Canada doları düzeyinde gerçekleşmiştir<sup>83</sup>.

Kanada’da CDC (Canadian Development Corp.)’un kurulmasıyla birlikte RS başlamıştır. CDC, özel sektöre ait başarılı RS şirketlerinin hisselerini alarak destek olmuştur. RS’ne benzer bir yapıyla çalışan federal iş geliştirme bankası ise yeni kurulacak işlere kredi veya sermaye finansmanı sağlamaktadır. Ülkede teknoloji üreten şirketler için giderlerin hepsi vergiden düşülmektedir. Federal hükümet ayrıca özel, yüksek riskli projelerin yatırım tutarının %75’ine kadar fon sağlayabilmektedir. Kanada için OTC piyasaların varlığı önemli

<sup>83</sup> İşeri,s.59

bir avantajdır. Ayrıca yeni kurulmuş küçük şirketler için ayrı bir kotasyon sistemi (Junior listing) bulunmaktadır<sup>84</sup>.

Kanada'da devlet risk sermayesini hareketlendirmek amacıyla Canadian Development Corporation'ı (CDC) kurarak işe başlamıştır. CDC sonradan özel sektöre ait Risk Sermayesi şirketlerinin hisse senetlerini satın alarak bu şirketlere finansal yardımda bulunmuşlardır. Genelde Kanada'da Risk Sermayesi şirketleri iflasa yakın ve elektronik konusıyla uğraşan Girişimci Şirketlere yatırım yapmışlar, bu şirketlere tekrardan hayat verip, güçlendirdikten sonra bunları büyük holdinglere satmayı tercih etmişlerdir. Şu anda CDC kendisini kabul ettirmiş kâr eden güçlü bir şirket konumundadır. Bu arada CDC'nin yapısı tekrar gözden geçirilmekte ve % 48 oranındaki devlet hissesinin satışa çıkartılması planlanmaktadır.

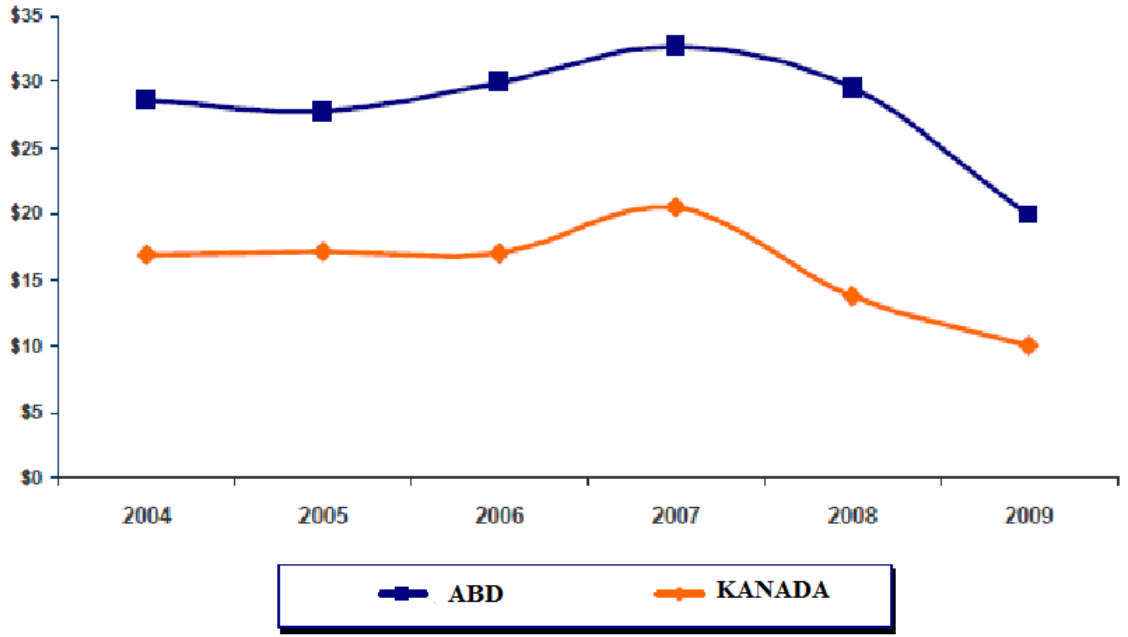


Şekil 2. Çeyrekler İtibariyle Kanada'da Risk Sermayesi Yatırımları

Kaynak: [http://www.cvca.ca/files/Downloads/Final\\_English\\_Q4\\_2009\\_VC\\_Data\\_Deck.pdf](http://www.cvca.ca/files/Downloads/Final_English_Q4_2009_VC_Data_Deck.pdf)

<sup>84</sup> Tuncel,s.95

Şekil 2’ de Kanada’da 2004 yılının ilk çeyreğinden, 2009’un son çeyreğine kadar Risk Sermayesi yatırımları verilmiştir. Şekle göre Kanada’da risk sermayesi yatırımları 2005 yılının ikinci çeyreğinde zirve yapmış, 2009’un üçüncü çeyreğinde ise en düşük seviyeye ulaşmıştır. Son yıllarda yaşanan düşüş dikkatlerden kaçmayacak kadar fazladır.



**Şekil 3. Kanada ve ABD Risk Sermayesi Karşılaştırması**

**Kaynak:** [http://www.cvca.ca/files/Downloads/Final\\_English\\_Q4\\_2009\\_VC\\_Data\\_Deck.pdf](http://www.cvca.ca/files/Downloads/Final_English_Q4_2009_VC_Data_Deck.pdf)

Şekil 3’de ise ABD ile Kanada arasında Risk Sermayesi Yatırımları karşılaştırılması yapılmıştır. Kanada’daki yatırımlar ABD’den daha düşük olmakla birlikte paralel bir seyir izlediği görülmektedir. Bunu başlıca nedeni Kanada Risk Sermayesi Şirketlerinin büyük bir kısmının ABD Risk Sermayesi Şirketleri ile ortaklık yoluna gitmiş olmasıdır.

### 2.3.2. Avrupa'da Risk Sermayesi Uygulamaları

Avrupa'da risk sermayesi alanındaki ilk önemli girişim Avrupa Risk Sermayesi Birliği'nin (European Venture Capital Association-EVCA) kurulması olmuştur. 1983 yılında kurulmuş olan EVCA'nın merkezi Brüksel'dedir. EVCA'nın temel amacı, risk sermayesi düşüncesinin Avrupa'da benimsenip yaygınlaşmasını sağlamak ve ülkeler arasında bilgi alışverişine ve sermaye akışına yardımcı olmaktır. EVCA, Avrupa'da risk sermayesi ile ilgili her türlü desteği sağlamakta, uluslar arası girişimleri organize etmekte, üyelerine yönetim geliştirme hizmeti vermekte, Avrupa'da risk sermayesinin gelişimine yönelik olarak Avrupa Topluluğu (AT) ile ortak çalışmalar yapmaktadır<sup>85</sup>.

1985 ve 1986 yıllarında risk sermayesi konsorsiyumu tarafından 18 uluslararası projeye finansman kaynağı sağlanmıştır. EVCA'nın ve konsorsiyumun amaçları şunlardır<sup>86</sup>:

- Avrupa ülkeleri arasında KOBİ'lerin işbirliğini desteklemek,
- Topluluk ülkeleri arasında mali ve hukuki farklılıklar olmasına karşın uluslararası projelerin finansmanının mümkün olacağını kanıtlamak,
- Sendikasyon yolu ile riski paylaşarak KOBİ'ler arasında yeni teknolojilerin ve yeni buluşların kullanımını yaygın hale getirmektir.

AB ülkelerinde risk sermayesi kaynaklarının büyük bir kısmını bankalar oluşturmaktadır. Genel olarak AB'de risk sermayesi yatırımı işletmenin hisse senetlerini

---

<sup>85</sup> Zaimoğlu, s.10

<sup>86</sup> Gunter Richer, "Venture Capital" **30 Haziran-5 Temmuz 1985 Tarihli Konferansı**, İzmir/Çeşme, s. 129.

olarak değil borç karşılığı kredi verilerek yapılmaktadır. Bunun sebebi bankaların girişim almaktan kaçınmalarıdır<sup>87</sup>.

### 2.3.2.1. Almanya

Amerikan tipi girişim sermayeciliği fikrinin Almanya'da çok istenilmesine rağmen önemli bir gelişim aşamasına ulaştığı söylenemez. 1970'li yıllarda girişim sermayeciliğinin özel sektörde benimsenmesi için yönlendirici çalışmaları başlatan Alman (Batı Alman) devleti yetkilileri, 28 bankanın birleşerek bir girişim sermaye şirketi kurmalarını istemiş ve şirket eğer zarar ederse devletin zararın % 75'ini karşılayacağı belirtilmişti. Bu yönlendirme ile birlikte 1975'te ilk destekli girişim sermaye şirketi (Waingsfinanzierungsgesells-chaft) kuruldu. Ancak ilk gerçek Alman girişim sermaye şirketi 1983'te Münih'te kurulan "Technoventure" adlı şirket oldu. Tüm çabalara rağmen, 1984 yılında Almanya'da sadece 10 tane girişim sermaye şirketi vardı.<sup>88</sup>

Almanya risk sermayesi sektöründe 1980'li yılların ortalarında gözlemlenen hızlı büyüme 1992 yılında da sürmüştür. Risk sermayesi şirketlerinin büyük bir kısmı Alman Risk Sermayesi Birliğine (BVK) üyedirler. 31 Aralık 1992 tarihi itibarıyla BVK'nin üye sayısı 70'e ulaşmıştır. Almanya'daki küçük ve orta büyüklükteki firmaların özkaynak oranlarının düşüklüğü dış kaynaklı sermayeyi cazip kılmaktadır<sup>89</sup>.

Almanya'daki risk sermayesi fonları diğer ülkelerin aksine açık olarak oluşturulmaktadır (open funds). 1992 yılında, risk sermayesi fonu için ayrılan sermaye tutarı 1.700 milyon marktır. Bu tutar 1991 yılı için de hemen hemen aynıdır. 1991 yılında olduğu gibi 1992 yılında da bankalar sektördeki yerlerini korumuşlardır. 1992 yılında yapılan yatırımların sayısı 684'dür. Bunlardan 456'sı yeni yatırımdır (1052 milyon DM) 228'i ise

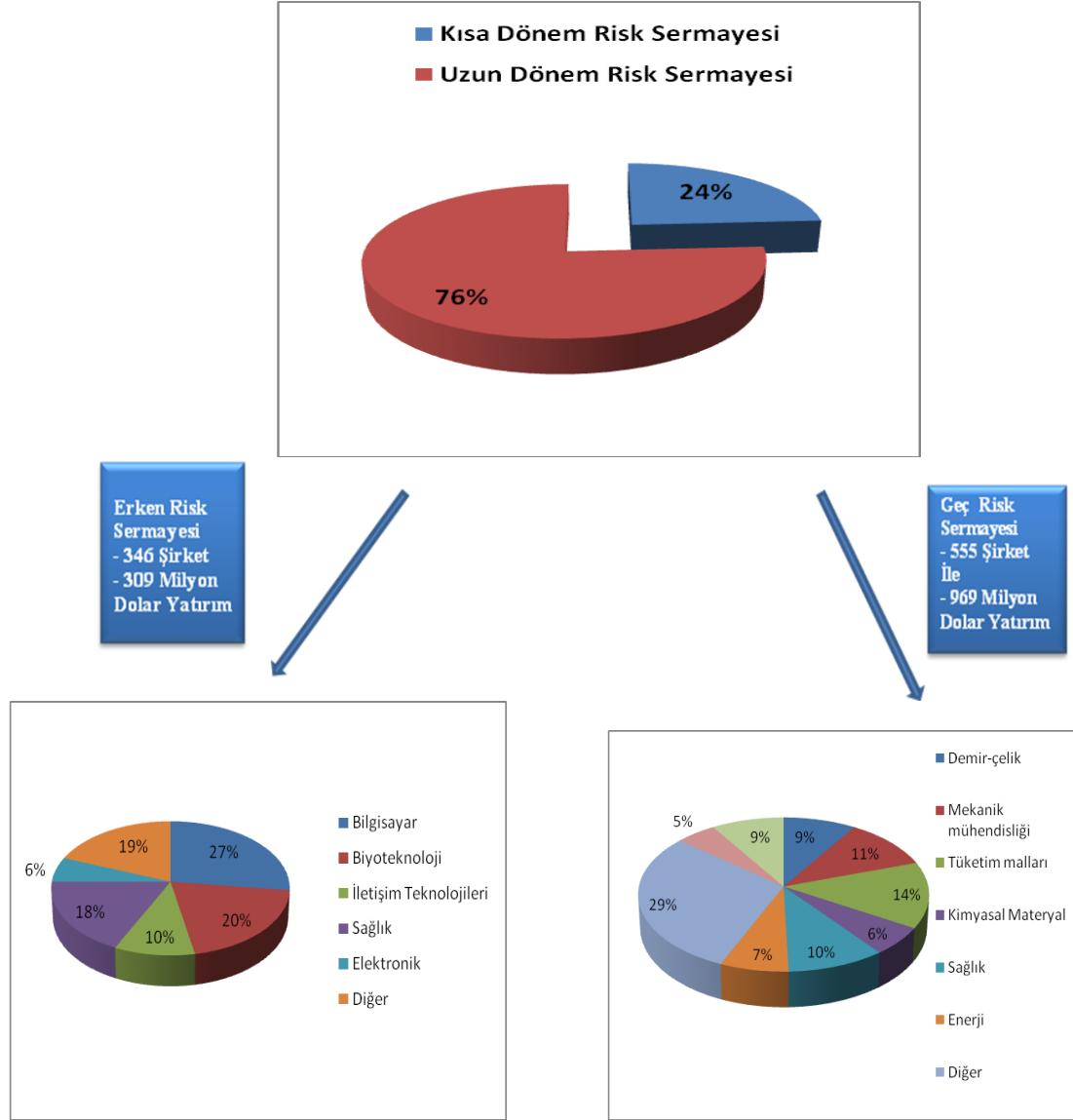
---

<sup>87</sup> Alkan, E. , “Küçük ve Orta Ölçekli İşletme Finansmanında İngiliz Modeli 3i (investors in industry)”, **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, Yıl 3, Sayı 12, s. 30-32

<sup>88</sup> Sarıaslan, s.11

<sup>89</sup> Tülay Zaimoğlu, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulaması Olanakları**, Ankara: SPK Yayınları No: 19, 2001, s.187

devam eden (follow on) yatırımlardır (DM 227 milyon). Almanya'da Kurumlar Vergisi ve Gelir Vergisi oranları yüksektir. Risk sermayesi şirketlerinin yatırımlarından çıkışı; satış (trade sale), buy-back veya secondary purchase şeklinde olmaktadır.<sup>90</sup>



**Şekil 4. Almanya Risk Sermayesi Yatırım Sektörü (2008)**

**Kaynak:** [http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/143/topic/125/slide/388/title/Industries\\_in\\_Focus](http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/143/topic/125/slide/388/title/Industries_in_Focus)

<sup>90</sup> Zaimoğlu, s. 188

Şekil 4'e göre Almanya'da uzun dönem risk sermayesi yatırımları kısa dönem risk sermayesi yatırımlarının yaklaşık olarak üç katıdır. 2008 Yılında Almanya'da toplam 346 şirket 309 milyon dolar tutarında kısa dönem risk sermayesi yatırımı, 555 şirket ise 969 milyon dolar tutarında uzun dönem risk sermayesi yatırımı gerçekleştirmişlerdir.

### **2.3.2.2. Fransa**

Fransa'da risk sermayesi 1970'li yıllarda ortaya çıkmıştır.1972 yılında risk sermayesi ile ilgili yasal düzenlemeler yapılarak buluşları destekleyecek risk sermayesi şirketlerinin kurulması kararına varılmış ve bu şirketlere %50 oranında vergi indirimi sağlanmıştır. Risk sermayesine yönelik oluşturulan bu yasaya göre; risk sermayesi şirketlerinin 6 yıl içinde sermayelerinin en az %80'ini yeni kuruluşlara yatırmaları, sermayelerinin %20'sinden fazlasını bir işletmeye yatırmamaları ve ortak oldukları işletmelerin hisse senetlerinin %33'ünü 3 yılda bir değiştirmeleri gerekmektedir.<sup>91</sup>

Fransa'da risk sermayesi yatırımlarını desteklemek ve geliştirmek için yapılan düzenlemeler şunlardır:

-Risk sermayesi şirketlerine %50 oranında vergi indirimi sağlanmıştır. Ayrıca bu şirketlere, 6 yıl içerisinde sermayelerinin en az %80'ini yeni girişimlere yatırma, sermayelerinin %20'sinden fazlasını bir işletmeye yatırmama ve ortak oldukları işletmelerin hisse senetlerinin %33'ünü üç yılda bir değiştirme mecburiyeti getirilmiştir.

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

-Şirketlerin borsaya kote olmaları kolaylaştırılmıştır.

---

<sup>91</sup> Ceylan,s.197

Fransa'da işletmelerin kendi kendilerini finanse etmelerini geliştirmek amacıyla bazı kanunlar konulmuştur. Ayrıca devlet firma dışı finansmana da, tasarrufları teşvik edici konumlar geliştirerek ve bu tasarrufları doğrudan sektöre yönelterek yardımda bulunmuştur. Aynı amaçla uygun amortisman oranlarının kullanılması, sermaye kıymetlerini yatırım için servet vergilerinden muafiyet ve araştırma giderlerinden vergi indirimi sağlanmıştır.<sup>92</sup>

### 2.3.2.3. Hollanda

Hollanda 1980'den sonra risk sermayesi finansman modelinin gelişimi için şirketlerin kuruluşunu teşvik etmek amacıyla düzenlemeler yapmıştı. 1981 yılında Hollanda Merkez Bankası risk sermayesi şirketleri için özel bir garanti programı geliştirilmiştir. . Bu programa göre hükümetin onayladığı girişim sermaye şirketlerinin, girişim sermaye yatırımlarından doğan zararları garanti edilmektedir. Bu arada, Hollanda hükümeti, emekli fonları, bankalar ve sigorta şirketlerinin ortaklığı ile 1982'de büyük bir girişim sermayesi kuruluşu olan MIP (Maatschappi voor Industrielle Projecten-endüstri projeleri şirketi) kuruldu. Aynı yıl gerekli yasal düzenlemeler yapılarak bir OTC menkul değerler piyasası oluşturulmuştur.<sup>93</sup>

Hollanda'da risk sermayelerinin çoğunluğu kamu kurumları tarafından sağlanmaktadır. MIP Hollanda'nın en büyük risk sermayesi kurumu olmakla birlikte, fonlarına devlet, emekli fonları, bankalar ve sigorta şirketleri sahiptir. Buna göre kişisel yatırımlardaki zararlar garanti edilmiştir. Hollanda'da bazı büyük firmalar da, Philips, Unilever gibi sektöre girmektedir. Sigorta ve emekli fonlarının %10'u risk sermayesine yatırılmaktadır. Hollanda'da ikincil piyasasında mevcudiyeti dikkate alınırsa, Almanya'dan daha başarılı sayılabilir.<sup>94</sup>

---

<sup>92</sup> İşeri, s.63

<sup>93</sup> Sariaslan, s.12

<sup>94</sup> Çımat ve Laçın, s.94-95



#### 2.3.2.4. İngiltere

İngiltere’de 1945 yılında İngiliz Merkez Bankası Bank England tarafından çeşitli finansal kuruluşların işbirliği ile Industrial and Commercial Financial Corparion (ICFC) kurularak risk sermayesi adına ilk adım atılmıştır. Amacı, İkinci Dünya Savaşından sonra ortaya çıkan işsizlik sorununa çözüm bulmak ve teknolojik yenilikleri sanayiye kazandırmak olan İngiltere’de risk sermayesi alanında adından söz edilen önemli bir kuruluş olsa da tam anlamıyla bir risk sermayesi şirketi değildir<sup>95</sup>. Bir yandan risk sermayesi şirketleri gibi girişimcilerin getirdiği yenilikleri değerlendirir ve yeni şirketlere ortak olarak onları finanse ederken, diğer yandan banka gibi davranarak kredi vermektedir. Batmakta olan şirketleri kurtarmak veya girişimlerini desteklemek amacıyla fon isteyen şirketlere yardımcı olmaktadır.<sup>96</sup>

Bu sayılanların dışında İngiltere’de 1980 yılı sonrasında yapılan düzenlemeler şöyle özetlenebilir:<sup>97</sup>

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

-Devlet, risk sermayesi sektörünün gelişmesi için, vergi muafiyetine gitmiştir. Ayrıca risk sermayesi için fon oluşturulması ve tasarrufların bu fonlara aktarılmasının sağlanması amacıyla hükümet tarafından çeşitli düzenlemeler yapılmıştır.

- Beş yaşından küçük işletmelerin hisselerini satın alan yatırımcılara vergi indirimi gerçekleştiren Başlangıç Projesi kabul edilmiştir. 1982 yılında 5 yıllık şart kaldırılmış, 1983 yılında ise programın adı Büyüme Projesi olarak değiştirilmiştir. 1986 yılında söz konusu yatırımlar için kişi başına yıllık 40 bin sterline kadar vergi muafiyeti getirilmiştir.

---

<sup>95</sup> Civan ve Uğurlu, s.89-90

<sup>96</sup> Zaimoğlu, s.12

<sup>97</sup> Kuğu,s.141

Avrupa’da risk sermayesi bakımından en uygun ortamın bulunduğu ülke İngiltere’dir. Küçük firmaları kurulması için 1980’li yıllarda kurumlar ve gelir vergisi oranlarında azaltılma gidilmiştir. Aynı durum 1990’lı yıllarda da devam etmiş ve faiz oranları enflasyon ve vergi indirimleri ile küçük firmaların büyümesi teşvik edilmiştir. Gelir vergisi oranı %40’dır ve aynı oran sermaye kazançlarına da uygulanmaktadır. Sermaye kazancı vergisi diğer Avrupa ülkelerindekinden daha yüksektir. Risk sermayesi sektöründeki gelişmenin ana kaynağı, 1980 yılında ikincil piyasanın (Unlisted Securities Market-USM) oluşturulması ve merger, acquisitions aktivitelerinin ilerlemesidir.<sup>98</sup>

**Tablo 5. Birleşik Krallık Risk Sermayesi Sektörü**

		Toplam Şirket		Yüzde Şirket				Yatırım Miktarı		Yatırım %	
	2009	2008 2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007	2009	2008	2007
<b>Güney Doğu</b>	199	190 220	24	15	17	1,162	1,266	2,493	39	15	21
<b>Londra</b>	190	297 334	22	24	24	647	3,590	5,730	23	42	48
<b>Güney Doğu &amp; Londra</b>	389	487 554	46	39	41	1,809	4,856	8,223	62	57	69
<b>Kuzey Batı</b>	66	76 82	8	6	6	115	196	198	4	2	2
<b>Doğu İngiltere</b>	36	74 104	4	6	8	66	495	531	2	6	4
<b>Batı Orta</b>	45	85 82	5	7	6	74	418	416	3	5	3
<b>Batı Orta</b>	36	67 65	4	5	5	132	556	802	4	6	8
<b>Yorkshire &amp; The Humber</b>	56	119 108	7	9	8	70	473	499	2	6	4

<sup>98</sup> Çımat ve Laçın,s.142

(Tablo 5 Devam)

<b>Kuzey Batı</b>	55	171 154	7	13	12	124	321	600	4	4	5
<b>Güney Doğu</b>	47	5551	6	4	4	188	68	156	6	1	1
<b>İskoçya</b>	39	75 73	5	6	5	315	1,052	393	11	12	3
<b>Galler</b>	52	44 36	6	3	3	63	112	128	2	1	1
<b>Kuzey İrlanda</b>	13	25 21	2	2	2	1	9	26	-	-	-
<b>Toplam</b>	834	1,278 1,330	100	100	100	2,957	8,556	11,972	100	100	100

**Kaynak:** <http://www.bvca.co.uk/Research>

İngiltere’de risk sermayesi alanındaki bir diğer kuruluş olan İngiliz Risk Sermayesi Birliği (British Venture Capital Association-BVCA), 33 tane kurucu fonun katılımıyla 1983 yılında kurulmuştur. BVCA’nın amacı üye olan kurum ve kişilerin görüş ve isteklerini ilgili kurumlara iletmek ve risk sermayesinin geleceğine ilişkin kararların alınmasında yardımcı olmaktır. “Venture Capital Report” isimli bir dergi yayımlayarak girişimci ile risk sermayedarı arasındaki iletişimi gerçekleştirmektedir. BVCA finansman talebinde bulunan girişimcilerin gönderdikleri iş planlarını inceleyerek uygun bulduklarını dergide yayınlamaktadır. Böylece iş planları dergiye abone olan risk sermayesi şirketlerine ön elemelerden geçirilerek sunulmaktadır.<sup>99</sup>

### 2.3.2.5. İsveç

İsveç, risk sermayesi girişimlerine 1970’li yıllarda başlamış olup, bu sebeple ilk girişim sermaye şirketini kurmuştur. Fakat ancak 1982 yılında kanunlarında yapılan düzenlemeler ile OTC piyasası oluşturularak önemli gelişmeler yaşamıştır. . Özel girişim sermaye şirketleri ancak bu yıldan sonra kuruldu ve 1985’te sayıları 50’ye ulaştı. Bu şirketler, finansal ve endüstriyel kuruluşlar ile bireylerden fon sağlamak ve sermayeyi yönetim,

<sup>99</sup> Zaimoğlu,s.39

pazarlama ve teknik becerileri ile birlikte sunmaktadırlar. 1,2 milyar İsveç kronluk risk sermayesine sahiptirler<sup>100</sup>.

Devlet, İsveç'te risk sermayesi alanında önemli bir görev üstlenmiştir. İşletmeler sermaye şirketi, devlet kurumları holding şirketi ve Svetab şirketi devletin denetimindeki şirketler olup risk sermayesi sektörünü ellerinde bulundurmaktadırlar. Diğer Kamu girişim sermayesi kuruluşu ise daha çok özel girişim sermaye şirketlerinin yatırım fonlarına katılan ve İsveç Yatırım Bankası (Sveriges Investeringsbank AB) tarafından yönetilen Küçük İşletmeler Fonu'dur (Smaföretagsfonden). Girişim sermayeciliği uygulamasının ülke düzeyinde yaygınlaşması için İsveç Hükümeti bazı bölgesel girişim sermaye şirketlerine finansal destek sağlayarak gelişimini teşvik etmektedir<sup>101</sup>

#### **2.3.2.6. İsviçre**

İsviçre'de güçlü ve gelişmiş hisse senedi piyasaları mevcuttur. Küçük ve orta ölçekli girişimcilerin bu piyasalara girmesi zor olmakla beraber, kendi kendini finanse edebilen büyük şirketler piyasada hisse senetlerini işleme tabi tutabilmektedirler. Bu tartışmalar yeniliklerin risklerini kapsayan federal garanti önerisiyle sonuçlanmıştır. Bu projeye yaklaşımda genelde iş çevreleri, özelde bankalar yeni girişimcilerin yaratılması, ya da var olan küçük ve orta ölçekli girişimcilerin gelişiminin kolaylaştırılmasını amaçlayan girişimleri göz önüne almaktadırlar. Kanton bankaları kendi özel finansal kuruluşlarını kullanarak, ya da bu tür kuruluşlar ile ortak olarak veya bu amaç için özel fonlar ve finansal araçlar yaratarak, bu yönde ilerlemişlerdir. Ek olarak, sermayeyi çeşitli menkul kıymetlere yatırma, yeniden yapılanma gibi problemlerin çözümü için yönetim danışmanlığı hizmetleri de sağlamaktadırlar. Bu hizmetler, ekonomik gelişme düzeyi yüksek kantonlarda sermayenin çeşitli menkul kıymetlere yatırılması ve buluşun ticarileştirilmesi sorunlarını aşmaya yönelik danışmanlık merkezlerinin açılmasıyla tamamlanmaktadır. İsviçre'de yüksek riskli projeler

---

<sup>100</sup> İşeri, s.75

<sup>101</sup> Sarıaslan, s.14

için finansman sağlamak pek kolay olmamaktadır. Zira ne bireyler, ne de devlet bu konuda heveslidir. Yeni girişimcilerin karşılaştığı önemli bir sorun da vergi yüküdür.<sup>102</sup>

### **2.3.2.7. İtalya**

Risk sermayesi sektörü İtalya'da çok fazla gelişmemiştir. İtalya'da risk sermayesi sektörünün gelişmesini sağlamak için borsada yapılacak değişikliklerin yanında tasarruf sahipleri, yüksek riskli finansman kavramına alışık olmayan firmaların davranışlarının ve finansal araçların desteklenmesi gerekmektedir. İtalya'da hala risk sermayesi, şirket sermayesinin bölünmesi ve kontrol gibi kavramlara olumsuz gözle bakılmaktadır. Milano Bocconi İşletme Üniversitesi Profesörü ve AIFI (İtalyan Risk Sermayesi Derneği) Genel Sekreteri Anna Gervasani'ye göre İtalya'da risk sermayesi faaliyetlerine ilişkin spesifik teşviklerin ve vergisel indirimlerin eksikliği vardır. Son yıllarda İtalya'da risk sermayesi sektöründe görülen genel eğilim risk sermayesi finansı kuruluşlarının yüksek riskli yatırımlardan şiddetle kaçınması ve düşük riskli yatırımlara girmesidir. Bunun sonucunda yeni işletmelere başlangıç sermayesi yatırımları için hemen hemen hiç bir finansman imkânı kalmamış; risk sermayesi finans kuruluşları daha çok gelişim sermayesi ve genişletme sermayesi yatırımlarına finansman sağlamışlardır. Bu durum bize İngiltere örneğini hatırlatmaktadır<sup>103</sup>.

## **2.3.3. Uzak Doğu Ülkelerinde Risk Sermayesi Uygulamaları**

### **2.3.3.1. Japonya**

Japonya'da risk sermayesi sektörü gelişmiş olmasına rağmen Amerika ile kıyaslandığında daha emekleme aşamasındadır. 1982 yılında Amerika'da yedi adet büyük risk

---

<sup>102</sup> İşeri, s.76

<sup>103</sup> İşeri, s.77

şirketi bulunmaktadır. Japan Associated Finance bu şirketlerin en büyüğü olup kuruluşunun finansmanı Japon Hayat Sigortası ve Sanwa Bankası tarafından sağlanmıştır.<sup>104</sup>

Japonya'daki toplumsal koşullara bakıldığında, RS sektörünün Amerika'dakinden farklı olmasının nedenleri görülebilecektir. Bunlar şu şekilde özetlenebilir<sup>105</sup>:

- Japonya'da ABD'nin aksine imalat sektöründeki büyük şirketler teknolojik yeniliklere kolayca uyum sağlayabilmektedirler. Ayrıca bu tip şirketler yeni teknoloji yatırımlarına kendileri girişebilmektedir. Japonya'da büyük firmalar genellikle küçük firmalarla rekabet etmezler, onları taşeron olarak kullanırlar. Küçük firmaların kendi başlarına hareket etmeleri oldukça güçtür.

- Japonya'ya özgü farklı bir uygulama da ömür boyu iş garantisidir. Büyük firmalar, insanları üniversitelerden alıp, emekli oluncaya kadar aynı işyerinde istihdam etme eğilimindedir. Bu sistem, doğal olarak potansiyel müteşebbisi kendi işlerini kurma noktasında teşvik etmemektedir.

- Amerika'da risk sermayesi sistemi hisse senetlerinin alım ve satımına dayanmaktadır. Japonya'da ise, hisse senedinin alımı ile iki şirket arasında uzun sürecek bir ilişki anlamına gelmektedir.. Ayrıca, hisse senedi sahiplerinin portföylerindeki yatırımlarını halka veya başka şirketlere satarak kâr beklentisi içerisinde olması fikri Japonlarca paylaşılmaz, çünkü bir Japon firması bağımsız kalmak ister ve şirketler ancak iflasın bir alternatifi olarak satılabilir.

- Japonya'da işyeri kiralarının ve arsa fiyatlarını pahalı olması, iş kurumuna ciddi engeller oluşturmaktadırlar. Ayrıca Japonya'da üniversitelerin yeni girişimleri desteklemesi ABD'deki kadar yaygın değildir. Bunlara ilave olarak, Japonya'da Antimonopol Kanunu da

---

<sup>104</sup> Sarıaslan, s.10

<sup>105</sup> Zaimoğlu, s.179-180

RS şirketlerinin finanse ettikleri işletmelerin yönetim kurullarında yönetici bulundurmalarını yasaklamaktadır.

Japonya'da bu engellere rağmen risk sermayesi alanındaki ilk çalışmalar 1963 yılında Japon Küçük İşletme Yatırım Kanununa dayanılarak Tokyo, Nagoya ve Osaka'da 3 tane küçük işletmeler yatırım şirketinin kurulmasıyla başlamıştır. Bu şirketler, küçük işletmelere hisse senedi karşılığında özkaynak sağlamak için kurulmuşlardır. Finanse ettikleri işletmelerin hisselerinin %15'inden azını ve %50'sinden fazlasını alamayacak şekilde yatırımlarına sınırlama getirilmiştir.<sup>106</sup>

Japonya'da ikincil piyasaların kurulmasıyla risk sermayesi alanında bir canlanma yaşanmıştır. 1985 yılı itibariyle bu piyasalarda kayıtlı bulunan şirket sayısını artırmak amacıyla kotasyon koşulları hafifletilmiştir<sup>107</sup>.

### **2.3.3.2. Endonezya**

Endonezya'da 1988 yılında kabul edilen "Aralık Paketi" ile banka dışı finansal şirketlere, para ve sermaye piyasasından pazarlanabilir menkul kıymetler yolu ile fon toplama şeklinde tanımlanan fonksiyonlara yer verilerek risk sermayesi sektöründe ilk adımlar atılmaya başlanmıştır. Bu hizmetler arasında finansal kiralama, müşteri finansmanı ve risk sermayesi faaliyetleri yer alır. Çoğu 1970'lerin başlarında yabancı banka veya finansal kuruluşlar tarafından kurulmuş olan bu şirketlerden ikisi "The Private Development Finance Company of Indonesia" ve "Indonesian Development Finance Company" ülkelerinin ilk ortak girişimli finansal hizmet veren kuruluşu haline gelmişlerdir. Şirket tescil masraflarının yüksek oluşu gibi finansal zorlukların yanında devletin, risk sermayesi şirketlerinin 10 yıllık projelerden uzak durmalarını talep etmesi, risk sermayesinin gelişimini engellemektedir. Endonezya'da tamamen devlet kontrolündeki "Bahana Pembinaan Usaha Indonesia" 1973

---

<sup>106</sup> Ceylan,s.179-180

<sup>107</sup> Civan ve Uğurlu,s.91

yılında ulusal gelişme çerçevesinde küçük girişimcilere yardım eden bir şirket olarak kurulmuş, daha sonra 1985'te yeni bir yapılanma ile risk sermayesi alanına yönelmiştir. Yabancı şirketlerle ortak yatırımlara girmesi planlanmaktadır<sup>108</sup>.

#### **2.4. Avrupa, ABD ve Uzakdoğu Ülkelerindeki Risk Sermayesi Uygulamalarının Karşılaştırılması**

Tablo 6'da Avrupa, Asya, Amerika ve Avustralya kıtaları ülkelerinin 2005,2006 ve 2007 seneleri GSYİH harcamaları içerisinde AR-GE harcamaları oranları verilmiştir. Tabloda ilk göze çarpan ABD, Japonya, Fransa, Almanya, İsviçre ve Avustralya ülkelerinde bu oranların diğer ülkelere nazaran yüksek olmasıdır.

İster Asya olsun, ister Avrupa veya diğer ülkeler olsun Ar-Ge harcamaları bu kıtalarda bulunan gelişmiş ülkelerde, diğer ülkelere göre GSYİH içerisinde büyük yer tutmaktadır. Özellikle gelişmiş ülkeler araştırma ve geliştirme giderlerini yüksek tutarak yeni teknoloji ve bilim üzerine yatırım yapmaktadırlar. Zaten bu tip ülkeler gelişmişliklerini bu harcamalara borçludurlar. Gelişmemiş ve ya gelişimini henüz tamamlamamış ülkeler ise AR-GE harcamalarına pak fazla oran ayıramamaktadırlar. Hazır teknoloji ve bilim kullanan bu ülkeler gelişmiş ülkelere mal ve hizmet ithal etmektedirler. Ayrıca gelişmiş ülkeler AR-GE harcamalarını yüksek tutarak kendilerine beyin göçleri de çekmektedirler.

---

<sup>108</sup> İşeri, s. 71



**Tablo 6. GSYİH İçerisinde AR-GE Harcamaları Oranlar**

<b>Araştırma ve geliştirme harcamaları (GSYİH%)</b>			
<b>Ülke</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Amerika Kıtası</b>			
Amerika	2,6	2,6	2,7
Arjantin	0,5	0,5	0,5
Brezilya	1,0	1,0	-
Kanada	2,1	2,0	2,0
Paraguay	0,1	-	-
Uruguay	-	0,4	-
<b>Avrupa Kıtası</b>			
Almanya	2,5	2,5	2,6
Avusturya	2,4	2,5	2,5
Belçika	1,9	1,9	1,9
Birleşik Krallık	1,8	1,8	1,8
Danimarka	2,4	2,5	2,6
Fransa	2,1	2,1	2,1
İsviçre	3,7	3,8	3,7
İtalya	1,1	1,1	-
Rusya	1,1	1,1	1,1
Türkiye	0,6	0,6	0,7
Yunanistan	0,5	0,5	0,5
<b>Asya Kıtası</b>			
Çin	1,3	1,4	1,5
Hindistan	0,8	0,8	0,8
Hong Kong	0,8	0,8	-
İran	0,7	0,7	-
Japonya	3,3	3,4	3,4
<b>Avustralya Kıtası</b>			
Avustralya	-	2,2	-
Yeni Zelanda	1,2	-	1,3

**Kaynak:** <http://data.worldbank.org/indicator/GB.XPD.RSDV.GD.ZS>

Son yıllara itibariye en çok GSYİH içerisinde en çok AR-Ge harcaması oranı teknoloji devi Japonya'dır. Japonya'dan sonra İsviçre, ondan sonra ise ABD gelmektedir. Bu ülkeler bu harcamaların kat kat fazlasını yeni üretimlerden geri almaktadır. Ayrıca bu ülkelerde yaşam

standartları da yüksektir. Kıta olarak karşılaştırma yaparsak, Avrupa diğer kıtalara nazaran daha fazla Ar-Ge harcamaları yapmaktadır.

**Tablo 7. Patent Başvuruları**

<b>Patent Başvuruları</b>			
<b>Ülke</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Amerika Kıtası</b>			
Amerika	17.833,	17.484	17.375
Brezilya	3,905	3,810	-
Kanada	5,183	5,522	4,998
Şili	361	291	-
<b>Avrupa Kıtası</b>			
Almanya	47,853	49,240	-
Avusturya	2,270	2,271	2,270
Belçika	517	490	454
Birleşik Krallık	207.867	221.784	241.347
Danimarka	1,658	1,503	1,660
Fransa	14,722	14,743	-
İtalya	-	-	9,255
Rusya	23,644	27,884	27,505
Türkiye	928,	1.072	1.810
Yunanistan	772	803	-
<b>Asya Kıtası</b>			
Çin	93,485	122,318	153,060
İsrail	1,615	1,528	-
Hong Kong	160	173	-
Hindistan	4.521	5.314	-
Japonya	367,960	347,060	333,498
<b>Avustralya Kıtası</b>			
Avustralya	2,555	2,837	2,718
Yeni Zelanda	1.893	2.153	1.892

**Kaynak:** <http://search.worldbank.org/data?qterm=patents&language=EN&format=html>

Tablo 7’de Amerika, Avrupa, Asya ve Avustralya kıtasında bulunan bazı ülkelerde yaşayan insanların 2005,2006 ve 2007 senelerinde yaptıkları patent başvuru sayıları verilmiştir. Bu verilere göre en çok başvuruyu beklenildiği üzere Japonya yapmıştır.

Japonya'dan sonra İngiltere ve nüfusu 1.5 milyarı bulan Çin gelmektedir. Bu verilerde bize aynen Ar-Ge harcamalarının gösterdiği gibi gelişmiş ülkelerdeki patent başvurularının yüksek olduğunu göstermektedir. Gelişmiş ülkelerdeki refah düzeyi insanların yeni şeyler bulmasının alt yapısını hazırlamaktadır. Gelişmemiş ülkeler veya henüz gelişimini tamamlamamış ülkelerdeki insanlar hayat refahlarını yükseltmek ile uğraşmaktadırlar.

Kıtalar arası karşılaştırmaya bakacak olursak, yaşam standartı üst seviyelerde olan Avrupa ülkelerinde yüksek oranda patent başvuruları yapıldığı gözlemlenmektedir.

### 3.TÜRKİYE’DE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI

Ülkemizde risk sermayesi kavramı 1960’lı yıllarda kullanılmaya başlanmıştır. İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı ile özel girişimlere teşvikler oluşturulurken, özel sermayenin küçük birimler halinde sanayiye aktarımı beklemiştir. 993 sayılı Kanun daha sonraki dönemlerde azalan ve çoğalan dozlarda, geri kalmış yöreleri ve küçük girişimleri de kapsayacak genel teşvikler tablosunun temelini oluşturmuştur<sup>109</sup>.

Ülkemizde sermaye eksikliği şirket kuramamanın en büyük nedenidir. Yatırımların yapılması için kaynakların elverişli koşullarda bulunması oldukça zordur. Ayrıca risk almayı sevmeyen insanımız garanti işler peşinde koşmaktadır. Riskli yatırımların finansında kullanılan uygun sermaye öz sermayedir. Öz sermayenin yetersiz ve bu sermayenin temin edilme olanaklarının kısıtlı olması, yeni finans yollarının araştırılıp bulunmasını zorunlu bir duruma getirmiştir. Risk sermayesi finansı yolunda, bu çabaların bir ürünü olarak ülkemize yarar sağlayabilir. Her ülkenin kendi toplumsal ve ekonomik koşullarından kaynaklanan farklı sorunları bulunmaktadır. Türkiye'nin de bu durumları göz önüne alınarak risk sermayesi sektörü oluşturulabilir.<sup>110</sup>

Bu bölümde risk sermayesi finansman modelinin ülkemiz açısından önemini irdelemeye çalışacağız.

#### 3.1. Türkiye’de Risk Sermayesi’nin Kurulması Gerektiren Koşullar

Türkiye’de ekonomi alanında alınan 24 Ocak 1980 kararları ile finans kesimine odaklanılmıştır. 1984 yılından sonra devletin para ve sermaye piyasalarındaki araçları yoğun bir şekilde kullanılmıştır. Reel faiz politikası, ilk yıllardaki gibi mevduat artışları sağlayamamış, 1984’ten itibaren artan iç borçlar, bankalardaki kaynakların büyük ölçüde

---

<sup>109</sup> Ergün Türkcan, "Küçük Girişimci Sermayesi (Venture Capital) Hakkında", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Sayı 93, Kasım 1986, s. 15

<sup>110</sup> Abdurrahman Fettahoğlu, **Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi**; Trabzon: KOSGEB Başkanlığı 1992,s. 45

kamu kesimine aktarılmasına yol açmıştır. Bu nedenle, kredi faizleri enflasyon ve mevduat faizlerinin çok üstünde seyretmiş ve Türkiye’de kamu kesiminin bütün mali kaynakları emdiği bir süreç başlamıştır.<sup>111</sup>

Türkiye’de RS sistemi kurulurken bu sorunların göz önünde bulundurulması gerekmektedir. RS sisteminin Türkiye’nin gelişmesine önemli katkılarda bulunacağı savunulmakta ve RS sisteminin Türkiye’de kurulmasını gerektiren koşullar aşağıdaki gibi ileri sürülmektedir<sup>112</sup>:

1- Önceden söylediğimiz gibi ülkemizde en çok eksikliği hissedilen üretim faktörlerinin başında sermaye gelmektedir. Yatırımların yapılabilmesi için gerekli olan sermaye ulaşmak oldukça güçtür. Kalkınmayı sağlayacak sabit sermaye yatırımlar ise riski büyük olan yatırımlardır. Çünkü, sabit sermaye yatırımları uzun dönemli, teknolojik yeniliğe dayalı, büyük tutarda sermaye gerektiren yatırımlardır. Riskli yatırımların finansmanında ise çoğunlukla öz sermaye kullanılmaktadır. Riskli yatırımlarda öz sermaye kullanılmasına neden olan başlıca etken ise yüksek enflasyona bağlı yüksek faiz oranlarıdır. Öz sermaye’nin yetersiz ve bu sermayenin temin edilme olanaklarının kısıtlı olması, yeni finans yollarının araştırılıp bulunmasını zorunlu bir duruma getirmiştir. Bu noktada RS finans yöntemi bir çözüm sunmaktadır.

2- Serbest piyasa ekonomisi uygulayan ülkelerin hepsinde mal ve hizmet üretimi bilim ve teknoloji politikalarından etkilenmektedir. Rekabet gücünün yükseltilmesi ve uluslararası piyasalara ucuz ve kaliteli mal ve hizmet sunulması ancak, Ar-Ge harcamalarının artırılması, araştırmacı insan gücü kaynaklarının geliştirilmesi ve üniversite-sanayi işbirliği ile mümkündür. Türkiye’de tam gelişmemişliğin bir sonucu olarak teknolojik gelişmelerin

---

<sup>111</sup> Rahmi Kaya, ‘Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama İmkânları’, **Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Yeterlilik Etüdü**. Ankara,(1992), s.28

<sup>112</sup> Merih Olcay, **Gümrük Birliği Sürecinde Mali Yardımların KOBİ'lere Etkisi**. Ankara: Vakıfbank Yayınları 1996. s. 105

gerisinde kalmıştır. Ayrıca Ar-ge Harcamaların azlığı, araştırmacı personel sayısının azlığı ve patent başvurusun azlığı bunun bir sebebidir.

Devletin aşırı borçlanma ihtiyacı neticesinde fonksiyonu ekonomiyi ve işletmeleri finanse etmek olan bankacılık sistemi yerine devletin kamu açıklarını finanse eden bir bankacılık sistemi oluşmuştur. Bunun sonucu olarak da bankacılık sektörü, uyguladığı kar ve faiz politikalarıyla, mevduat toplamak yerine yurtdışından kaynak bulma yoluna gitmiş ve 1994 yılı başı itibarıyla açık pozisyonları yaklaşık 6.5 milyar USD'ı bulmuştur. Giderek artan kamu açıkları ve bu açıkların finanse edilmesindeki yöntem, yani açıkların Merkez Bankası kaynakları kullanılıp karşılıksız emisyonla gidilmesi suretiyle kapatılmak istenmesi nedeniyle bir likidite fazlası oluşmuş, bu fazlalık bankaların açık pozisyon kapatma istekleri nedeniyle dövize kaymış ve 1994 yılı başında ekonomide yeni bir kriz yaşanarak, hükümeti 5 Nisan Kararları olarak nitelendiren yeni bir dizi kararlar alma yoluna götürmüştür<sup>113</sup>.

### **3.2. Türkiye’de Risk Sermayesi’nin Gelişiminde İlk Girişimler**

Türkiye’de RS konusunda yapılan çalışmalarla ilgili ayrıntılı bilgiler aşağıda sunulmuştur:

#### **3.2.1. Teşebbüs Destekleme Ajansı**

Teşebbüs Ajansı (TDA), ülkemizdeki küçük ve orta büyüklükteki girişimcileri desteklemek amacıyla kurulmuştur. Ülkemizdeki küçük ve orta büyüklükteki girişimcileri desteklemek amacıyla kurulmuştur. Bu organizasyonlar çok değişik tiplerde karşımıza çıktığından kısaca “ajans” adı verilmiştir.<sup>114</sup>

---

<sup>113</sup> Aydın, Oktay ve Melih Baş. ‘2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi’, **İzmir 3. İktisat Kongresi Bildirisi**. (1992), s.1-2

<sup>114</sup> SMUH, **Girişim Destekleme Ajansları: İş Yaratmanın Güçlü Bir Aracı**, Tınaz Titiz- Sistem Mühendisliği Uygulama Hizmetleri,2001,s.3 [http://www.tinaztitiz.com/dosyalar/Yerel\\_Gelişim\\_Araclari/Girişim\\_Ajansi-TA01.pdf](http://www.tinaztitiz.com/dosyalar/Yerel_Gelişim_Araclari/Girişim_Ajansi-TA01.pdf) (Erişim Tarihi, 31.08.2010)

TC Devlet Bakanlığı'nın 5.1.1986 tarihli genelgesiyle kurulan "İşsizlikle Mücadele ve İstihdamı Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu KOBİ'lere destek sağlamak üzere çok sayıda faaliyet başlatmıştır. Devlet Bakanlığı'nın "1986 Yılı Faaliyetleri" başlıklı broşüründe Teşebbüs Destekleme Ajansı ile RS sisteminin kurulması konusundaki etkinlikleri şu şekilde özetlenmektedir<sup>115</sup>:

Teşebbüs Destekleme Ajansı (Entreprise Agency), küçük teşebbüslere "Çok Yönlü Destek" adı verilen teknik, idari, yönetsel vb. desteklerden oluşan bir yardım paketi veren ve böylece teşebbüsün başarı şansını artırarak istihdamın gelişmesine katkıda bulunan bir 'araç' tır. İş Vakfı'na bağlı bir 'ticari şirket' olarak kurulan TDA'nın, bütün illere yaygınlaştırılması planlanmıştır.

Fakat daha sonraları yaşanan siyasal gelişmeler ile ülkemizde 1989 yılında TDA'nın faaliyetleri durmuş ve risk sermayesi şirketi kurma çalışmalarına ara verilmiştir. 1992 yılında açıklanan "Ekonomik Paket" te risk sermayesine özel olarak değinilmiş ve bu sektörün tekrar kurulması ve geliştirilmesi hükümet programına alınmıştır. TDA'nın destek amaçları arasında; TDA'nın bir vakıf şirketi olduğu, çeşitli kuruluşlardan ücretsiz destek alacağı ve doğrudan kredi verebileceği belirtilmektedir. Bu amaç ve yöntemler bir RS şirketinin amaç ve yöntemlerinden farklıdır<sup>116</sup>.

### 3.2.2. Teknoloji Geliştirme Projesi

Ülkemizde 1 Haziran 1991 tarihinde kurulan TTGV, teknolojik yenilik faaliyetlerini destekleyen ve başta KOBİ'ler olmak üzere özel sektöre yatırımlar yapmayı ve bu yatırımları ülke geneline yaymayı planlayan kar amacı gütmeyen bir kuruluştur. Altısını özel sektör, diğerlerini Hazine Müsteşarlığı, KOSGEB ve TÜBİTAK temsilcilerinin oluşturduğu dokuz kişilik bir yönetim kurulu ile yönetilmektedir. Finansal kaynaklarını Hazine Müsteşarlığı, Dış

---

<sup>115</sup> Tansu Çiller, Murat Çızakça, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, İstanbul: İstanbul Sanayi Odası, Yayın No: 1989/7, 1989,s. 145

<sup>116</sup> Aypek, s. 114

Ticaret Müsteşarlığı, Dünya Bankası Grubu (World Bank Group) ve kendi kaynaklarından elde eden TTGV, bu kaynaklarla AR-GE proje destekleri ve teknolojik girişimcilik destekleri gibi uygulamaları yürütmektedir.<sup>117</sup>

Türkiye ile Dünya Bankası'nın ortaklaşa yürüttüğü "Teknoloji Geliştirme Projesi" çerçevesinde ülkemizde kurulması düşünülen risk sermayesi şirketlerinin amaçları aşağıdaki şekildedir.<sup>118</sup>:

- Fona sermaye sağlayacak sermayedarlara yüksek bir getiri sağlamak,
- Yüksek teknoloji kullanan ve yüksek bir gelişme potansiyeline sahip mevcut veya yeni kurulacak firmalara sermaye veya sermaye benzeri yatırımlarda bulunmak,
- Mevcut firmaların teknoloji yoğun projelerine uzun vadeli (5-7 yıl) krediler vermek,
- Yukarıdaki sayılanlar, ülkemizin teknoloji ve ihracat alanındaki rekabet seviyesini arttırmak, mühendisler ile bilim adamları için yeni olanaklar sunmak ve yabancı ülkelere olan beyin göçlerini önlemek ile alakalıdır.

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

**1- Teknoloji Geliştirme Projeleri:** Teknoloji geliştirme projeleri endüstriyel uygulama veya Pazar potansiyeli olacak, araştırma ve geliştirme aşamaları ile birlikte teknolojik yenilik ya da geliştirmeyi içeren projelere denir.

**2- Alt Sektör Odak Projeleri:** Alt sektör odak projeleri, araştırma ve teknoloji geliştirme faaliyetlerinde en yüksek kazancı sağlayacak stratejik odak konularını belirleyecek projelerdir.

---

<sup>117</sup> Aydın,s.118

<sup>118</sup> Dağdelen, s. 62



**3- Uluslararası Ortak Girişimler: Uluslar arası ortak girişimler** özellikle uluslararası boyutta Türk ekonomisine katkıda bulunacak, proje yaklaşımına uygun olmayabilen girişimlerdir

### **3.2.3. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı**

Türkiye’de ilk olarak 1973 yılında, küçük ölçekli işletmelere teknik danışmanlık hizmeti vermek üzere, Sanayi ve Ticaret Bakanlığı bünyesinde "Küçük Sanayi Geliştirme Merkezi" (KÜSGEM) kurulmuş ve Gaziantep'te pilot proje niteliğinde hizmete başlamıştır. KÜSGEM çalışmalarının değerlendirilmesi sonucu 6.9.1983 tarihli Resmi Gazete’de yayınlanan Milletlerarası Antlaşma çerçevesinde, yine aynı Bakanlığa bağlı, proje niteliğinde "Küçük Sanayi Geliştirme Teşkilatı" (KÜSGET) kurulmuştur. Küçük ölçekli sanayi işletmelerine verilen hizmetlerin yurt sathına yayılması ve daha geniş işkollarını kapsamaları ve verilen hizmetlerin yaygınlaştırılması ihtiyacı 1989 yılının sonlarında ortaya çıkmış ve proje statüsündeki KÜSGET'in yasal bir statüye kavuşturulması çalışmalarına başlanmıştır.<sup>119</sup>

KOSGEB’in kuruluş amaçları arasında üretim ve pazarlamaya kadar her türlü konuda sanayi hizmetleri vermektir. Bu amaçla KOSGEB, aşağıda verilen hizmet merkezlerini oluşturmaktadır:<sup>120</sup>

- Danışmanlık ve Kalite Geliştirme Merkezleri
- İhtisas Merkezleri
- Test ve Analiz Laboratuvarları
- Ortak Kolaylık Atölyeleri
- Teknoloji Geliştirme Merkezleri/Teknoparklar

---

<sup>119</sup> Ömer Gücelioğlu. **Küçük Ölçekli İşletmelerin KOSGEB'den Beklentileri**, Ankara: TESAR, No: 13, 1994, s.40

<sup>120</sup> Zaimoğlu, s.297

KOSGEB'in Kuruluş Kanunu'nun 4. madde "Kuruluş'un Görevleri" aşağıdaki gibi sıralanmıştır<sup>121</sup>:

a) Teknoparklar, Danışmanlık Merkezleri, Enstitüler ve benzeri birimler kurarak AR-Ge faaliyetlerini desteklemek,

b) İşletmelerin, üniversiteler ve kamu özel araştırma kurumlarındaki bilim ve teknoloji yapısından yararlanmasını sağlamak.

c) Teknoloji düzeyini yükseltmek üzere, mevcut teknolojik bilgilere erişmek ve yeni teknolojik bilgiler üretmek, erişilmiş ve üretilmiş bilgileri kullanımını yaygınlaştırmak.

d) Üniversite ve Araştırma Merkezlerinin imkânlarından yararlanarak yeni ve ileri teknolojiye dayalı bilgilerin derlendiği, geliştirildiği ve uygulamaya yönelik üretime hazır hale getirilerek işletmelerin kullanımına sunulduğu Teknoloji Merkezleri ve Teknoparkları kurmak ve kurdurmak,

e) İşletmelerin planlı yönetim anlayışına, modern ve çağdaş işletmecilik düzeyine kavuşturulmalarını temin için sanayinin çeşitli alt sektörlerinde yatırımları yönlendirmek üzere proje profillerini uygulayacak, atıl kapasiteleri değerlendirecek, verimliliği artıracak; modernizasyon, üretim, yönetim, pazarlama, enformasyon ve teknoloji adaptasyonu gibi konularda kapsamlı "Teknik Yardım ve Destek Programları ve Projeleri"ni gerçekleştirecek İhtisas Merkezlerini kurmak ve kurulmasını sağlamak,

f) Ülkedeki işletmelerin, daha modern hale gelmesi için gerekli yardımlarda bulunmak,

g) İşletmelerdeki eğitim ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamak için Uygulamalı Teknik Eğitim Merkezleri'ni kurmak,

h) İşletmelerin planlama ve yönetim konularında güçlenmelerini sağlamak,

---

<sup>121</sup> Güceloğlu,s.47

- i) İşletmelerin pazarlama sorunlarına çözümler aramak.

KOSGEB'in Türkiye risk sermayesi sektörüne ve yapısına yaptığı bir diğer etki, ülke genelinde yürüttüğü girişimcilik eğitimleri ve çalışmaları doğrultusunda olmaktadır. KOSGEB bünyesindeki Girişimciliği Geliştirme Enstitüsü, yerel ve bölgesel bazda girişimciliği geliştirici önerileri derlemek ve uygun model ve programlar oluşturarak bu programları gerçekleştirmek, ülke girişimciliğinin gelişmesini engelleyen idari ve yasal çerçevenin belirlenmesi amacıyla gerekli incelemeleri yaparak öneriler geliştirmek ve ilgili kuruluşlar nezdinde gerekli çözümleri üretmek, girişimci adaylarının eğitim ve danışmanlık desteğiyle bilgi ve beceri düzeylerini yükselterek başarılı olmalarına katkıda bulunmak gibi, girişimciliğin desteklenmesi ve yaygınlaştırılmasına yönelik çalışmalar yapmaktadır.<sup>122</sup>

#### **3.2.4. Türkiye Halk Bankası**

Türkiye Halk Bankası, kuruluş amaçlarından birisi KOBİ'lere finansal destek sağlamaktır. KOBİ'lerin kredi gereksinimlerini karşılamak, örgütlenmesine yardımcı olmak, eğitimlerine yardımcı olmak, pazarlama çalışmalarına katkıda bulunmak, danışmanlık hizmeti sağlamak THB'nin görevleri arasındadır. Her ne kadar T.Halk Bankası'nın görevleri arasında KOBİ'lerin gereksinimlerini karşılamak üzere bu işletmelere katılma yer alıyorsa da, banka faaliyetlerini daha çok kredilendirme alanında yoğunlaştırmıştır<sup>123</sup>.

Ancak, bu avantajlar diğer ülkelerde olduğu gibi Halkbank'ın kendi bünyesinde bir RS bölümü kurarak RS faaliyetinde bulunması için yeterli değildir. Çünkü, özellikle yüksek teknolojiyi temelinde geliştirmiş bir yöntem olan RS olayında yatırım yapılacak proje veya firmaların teknik açıdan seçimi ayrı bir uzmanlık gerektirmektedir. Buna ilâve olarak, firmalara verilecek profesyonel yönetim desteği de başlı başına bir uzmanlık işidir. Ancak,

---

<sup>122</sup> Tahir Akgemci, **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Ankara: KOSGEB Yayınları, 2001, s. 45.

<sup>123</sup> Serpil Canbaş, **Modern Finansman Araçlarının Esnaf, Sanatkar ve Küçük İşletmeler Açısından Değerlendirilmesi**, Seminer Tebliği, Tes-Ar Yayınları, Ankara 1992, s. 11

Halkbank'ın KOBİ'lerle olan mevcut ilişkiler ağını kullanarak yatırımların izlenmesi ve kontrolü faaliyetlerinde belli görevler üstlenmesi mümkün olabilir<sup>124</sup>.

### 3.2.5. Türkiye Kalkınma Bankası

Türkiye Kalkınma Bankası, "İşçi şirketlerinin rehabilitasyonu" sayesinde nerdeyse bütünü küçük ve orta büyüklükteki işletme olan işçi şirketlerinde gelişmeleri kontrol edebilen, gerektiğinde yönetici ve uzman ihtiyacını karşılayabilen ve bazen de yönetime el koymaya kadar giden önlemleri alabilen kurumdur. Ayrıca sektör araştırmaları konusunda da önemli bir birikime sahiptir. Yukarıda sayılan özellikleri nedeniyle, TKB, risk sermayesi sektörünün bilgi bankası olma, potansiyel yatırımcı ve müteşebbisleri bilgilendirme, gerektiğinde risk sermayesi şirketlerinin teknik ve idari konularda uzman ihtiyacını karşılama, yapacağı yayınlar ile risk sermayesi şirketleri arasında iletişim sağlama gibi fonksiyonları üstlenme kapasitesine sahiptir<sup>125</sup>.

TKB'nın işlevleri şunlardır<sup>126</sup>:

- Sektör çalışmaları yaparak kârlı ve verimli alanları saptamak ve yatırımların bu alanlara yönelmesini teşvik etmek veya bizzat bu alanlara yatırım yapılmasına öncülük etmek,
- Yatırım yapmak isteyen kişi ve kuruluşlara gerek proje hazırlama, gerekse proje uygulama aşamalarında teknik ve idari yardımda bulunmak, danışmanlık yapmak,
- Girişimcilere orta ve uzun vadeli yatırım kredisi vermek ve/veya kuruluşun hisse senetlerini alarak iştirakte bulunmak ve bu hisselerini ileride satarak sermaye piyasasının gelişmesine katkıda bulunmak ve finansman desteği sağlamaktır.

---

<sup>124</sup> Dağdelen, s.95

<sup>125</sup> Zaimoğlu, s.299

<sup>126</sup> Ceylan, s.249

TKB, KOBİ'lere yönelik teşvik programları çerçevesinde KOBİyatırımlarına ortaklık şirketlerine kullanılacak krediler için aracılık yapan bankalardan birisidir. Risk sermayesiyle ilgili danışmanlık faaliyetlerinde bulunan TKB, bunun yanında İslam Kalkınma Bankası ile kurduğu ortaklık ve EIB'nin risk sermayesi fonu ile risk sermayesi yatırımları yapmaktadır. Banka ayrıca, %16,67'lik payı ile İş Girişim'in hissedarıdır<sup>127</sup>.

### 3.2.6. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının (RSYO) kuruluşlarına, faaliyetlerine, yönetim ilkelerine ve tasfiyelerine dair esaslar; Sermaye Piyasası Kurulu'nun 6.7.1993 tarih, 21629 sayı VIII seri 21 no'lu tebliği ile düzenlenmiştir. Tebliğ'in 3. madde RS yatırımı; Türkiye'de kurulmuş ve kurulacak olan, yüksek gelişme potansiyeli taşıyan ve menkul kıymetlerin likiditesi düşük olan girişim şirketlerince birinci el piyasalarda ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapılarak gerçekleştirilen, uzun vadeli kaynak aktarım biçimi olarak tanımlanmıştır. Girişim şirketlerinin sınai uygulama veya ticari potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları, ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır<sup>128</sup>.

Ülkemizde ilk risk sermayesi yatırımı yapan, Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. 1996 yılında Vakıflar Bankası'nın bir yan kuruluşu olarak kurulmuştur. Bankadan bağımsız özerk bir yapıda yönetilmektedir. Vakıf Risk tarafından yatırım yapılan şirketler sektörel, teknik ve finansal analiz sonucunda belirlenmektedir.<sup>129</sup>

<sup>127</sup> "Takım", Ana Sayfa, <http://www.turkvca.org/tr/team.htm> (Erişim Tarihi: 31.08.2010)

<sup>128</sup> Burhan Yılmaz, **Avrupa Birliği Sürecinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Ekonomideki Yeri ile Finansman Sorunları ve Denizli Örneği** (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Pamukale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002).

<sup>129</sup> Selim Soydemir, "Risk Sermayesi," **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Ankara: Gazi Üniversitesi, İktisat Bölümü, Cilt: 4, Sayı: 11, 1994, s. 75-98.

### 3.3. Türkiye’de Risk Sermayesinin Hukuki Yapısı

Türk Sermaye Piyasası Mevzuatında Risk Sermayesi (Venture Capital) şirketlerine en yakın kuruluşun, Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları olduğu belirtilmiştir. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nda faaliyette bulunacak kuruluşlar üç grupta toplanmıştır. Bunlar: Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklıkları, Menkul Kıymetler Yatırım Fonları ve Aracı Kurumlardır. Tasarruflarını geniş anlamda sermaye piyasasında, dar anlamda ise hisse senedi piyasasında (borsada) değerlendirmek isteyen, ancak hangi alanda yatırım yapacağını ve bu yatırımını tehlikelerden nasıl koruyacağını bilmeyen küçük yatırımcıların, bu küçük tasarrufları birleştirerek çeşitli menkul kıymetlere yatıracak ve böylece hem ekonomik güç oluşturacak, hem de tasarrufları tek bir yatırımın kaderinden kurtararak riski dağıtacak yatırım kurumlarına ihtiyaç vardır.<sup>130</sup>

SPK tarafından 20/3/2003 tarihinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği yayınlanmış ve risk sermayesi, girişim sermayesi olarak ifade edilmiştir. Bu Tebliğin amacı, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kurucularına ve kuruluş usullerine, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması ve halka arzına, yönetimine ve yöneticilerinde aranacak niteliklere, faaliyet konuları ve portföy sınırlamaları ile kamuyu aydınlatma yükümlülüklerine ilişkin esasları düzenlemektir<sup>131</sup>.

#### 3.3.1. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kuruluş Şartları

Türkiye risk sermayesi sektörü, yasal düzenlemeler ve sermaye piyasaları açısından yatırım ortaklıkları odaklı bir yapıya sahiptir. Risk sermayesi faaliyetlerinde bulunan bu ortaklıklara ilişkin yasal düzenlemeler, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayınlanan SPK Tebliği ile yapılmaktadır. Konuyla ilgili yapılan ilk düzenlemelerde, bu ortaklıklar için “risk sermayesi yatırım ortaklıkları(RSYO)” ifadesi kullanılmış, ancak daha sonra

---

<sup>130</sup> Berna Kocaman, **Finansal Açıdan Factoring**, Ankara: Özgü Yayınları, 1991,s.15

<sup>131</sup> Kuğu, s.150

yayınlanan tebliğ ile ifade “girişim sermayesi yatırım ortaklıkları(GSYO)”na dönüştürülmüştür. Dolayısıyla risk sermayesi, “girişim sermayesi” olarak ifade edilmiştir.<sup>132</sup>

Ani usulde kurulacak ise;

- 1.Kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kurulması,
- 2.Başlangıç sermayesinin 5 trilyon Türk Lirasından az olmaması,
- 3.Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması,
- 4.Ticaret unvanında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresinin bulunması,
- 5.Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,
- 6.Ortaklıkta % 10’dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması,
- 7.Kanunda belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması,
- 8.Kurucu ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması şarttır.

Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığına Dönüşecek ise;

- 1.Kayıtlı sermaye sistemi içinde yer alması veya bu amaçla Kurula başvurmuş olması,
- 2.Başlangıç veya ödenmiş sermayesinin 5 trilyon Türk Lirasından az olmaması,

---

<sup>132</sup> Kürsat Tuncel, **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara: SPK Yayınları, 2000, s. 129.

3.Ticaret unvanını “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresini içerecek şekilde değiştirmek üzere Kurula başvuruda bulunması,

4.Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi için Kurula başvurmuş olması,

5.Ortaklıkta % 10’dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin muaccel vergi ve prim borcu bulunmaması,

6.Portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması,

7.Mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması, şarttır.

### **3.3.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Yatırım Sınırlamaları**

Ortaklıkların aşağıdaki yatırım sınırlamalarına uymaları gerekmektedir<sup>133</sup>:

a) Ortaklıklar, ortaklık sermayesinin ya da tüm oy haklarının %10’undan fazlasına sahip ortakların, genel müdürün ve yönetim kurulu üyelerinin ayrı veya birlikte sermayelerinin ya da tüm oy haklarının %10’undan fazlasına sahip oldukları şirketlere yatırım yapamazlar,

b) Ortaklıkların girişim sermayesi yatırımları dışında kalan yatırım miktarlarının toplamı portföy değerinin %50’sini geçemez, herhangi bir girişim şirketine yatırım yapılmasını izleyen onuncu yılın sonundan itibaren, söz konusu şirkete yapılan yatırımların tamamı bu bent kapsamında değerlendirilir,

---

<sup>133</sup> Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No: 15, 20/3/2003 tarihli ve 25054 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.



c) Ortaklıklar, bu Tebliğin 17. maddesinin birinci fıkrasının (c) bendi kapsamında yapılan yatırımlarda tek bir şirketin ihraç etmiş olduğu menkul kıymetlere portföy değerinin %10'undan fazlasını yatıramazlar,

ç) Ortaklıklar tarafından, bu Tebliğin 17. maddesinin birinci fıkrasının (f) bendi kapsamında yapılan yatırımlar yatırımın yapıldığı dönemdeki portföy değerinin %30'unu aşamaz, yatırım giderleri bu sınırlama kapsamında değerlendirilmez,

d) Ortaklıklar tarafından, Tebliğin 17. maddesinin birinci fıkrasının (g) ve (h) bentleri kapsamındaki şirketlere yapılan iştirak toplamı iştirakin gerçekleştirildiği dönemdeki portföy değerinin %10'unu aşamaz, yatırım giderleri bu sınırlama kapsamında değerlendirilmez,

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

f) Ortaklıklar tarafından bu Tebliğin 20. maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında yapılan yatırımların toplamı, portföy değerinin %25'ini aşamaz,

g) Ortaklıkların bir hesap dönemi içinde;

1- 100 kişiden az çalışan istihdam eden en az bir yeni girişim şirketine sermaye artırımını yöntemi ile azami 7,5 milyon TL yatırım yaparak, bu girişim şirketinden %25'den fazla pay alması,

2- Bu bendin birinci alt bendi kapsamında yapılacak yatırımlar ile halihazırda ortaklık portföyünde bulunup yatırım tarihi itibarıyla birinci alt bentte yer alan şartları sağlayan girişim şirketlerine ilgili hesap dönemi içinde yapılan ek yatırımların toplamının, ilgili yıl sonunda hesaplanan ortaklık portföy değerinin %5'ini geçmesi halinde bu maddenin birinci fıkrasının (b) bendinde yer alan yatırım sınırı %65 olarak uygulanır.

### **3.3.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Faaliyet Kapsamı**

Ortaklıklar, esas sözleşmelerinde hüküm bulunması ve yönetim kurulunca karar alınması şartıyla, faaliyetleri ile ilgili konularda kullanılmak üzere girişim şirketlerinin seçimine ve yatırımların yönetimine dair olarak uzmanlaşmış kişi ve kuruluşlardan danışmanlık hizmeti alabilirler.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının faaliyet kapsamlarını şöyle sıralayabiliriz<sup>134</sup>:

1.Ortaklıklar, girişim şirketlerine ortak olabilir ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilirler.

2.Ortaklıklar, diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da yatırım yapabilirler.

3.Girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilirler.

4.Portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.

5.Bir yıldan kısa vadeli olanlar için özsermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar için özsermayelerinin iki katını aşmamak kaydıyla borçlanabilirler.

---

<sup>134</sup> Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, madde 16-17

### 3.3.4. Girişim Sermayesi Yatırımı

Ortaklıkların, girişim şirketlerine yapacağı girişim sermayesi yatırımları taraflar arasında imzalanacak bir sözleşme kapsamında yapılmaktadır. Bu sözleşmede girişim şirketinin yönetimi hususu da başta olmak üzere ortaklığın ve girişim şirketinin hak ve yükümlülüklerine yer verilmesi zorunluluktur. Bunun yanında sözleşmede ortaklığın girişim şirketinden kısmi veya tam çıkış olanakları, birlikte satış, ön alım, satışa katılma, temettü politikası, pay satım ve/veya alım opsiyonları gibi konulara da yer verilebilir.

Girişim şirketlerinin, sınai, zirai uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları ya da yönetim, teknik veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir. Halka açık şirketler de bu maddenin ikinci fıkrasında belirtilen koşulları taşımaları durumunda girişim şirketi olarak kabul edilmektedir.. Fakat bu şirketlerin yalnızca borsada işlem görmeyen paylarına yapılan yatırımlar girişim sermayesi yatırımı olarak değerlendirilir.”<sup>135</sup>

“Ortaklıklar, girişim şirketlerine doğrudan veya bu Tebliğin 17. maddesinin (j) bendinde tanımlanan özel amaçlı şirketler vasıtasıyla dolaylı olarak ortak olabilmekte ve girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma senetlerini satın alabilmektedirler. Ortaklıklar, diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına da bu madde kapsamında yatırım yapabilirler.

Ayrıca<sup>136</sup>;

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

---

<sup>135</sup> Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, madde 20

<sup>136</sup> Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, madde 20

b) Ortaklara, girişimci şirketlerin hisse senetlerini alım opsiyonu veren opsiyon sözleşmeleri ile,

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

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

e) Girişim şirketi ortaklarının veya çalışanlarının, şirketlerinin hisse senetlerini ortaklıklara satışına ilişkin vadeli işlem sözleşmeleri, ve doğrudan ortaklıkların yatırım faaliyetlerine ilişkin diğer opsiyon ve vadeli işlem sözleşmeleri düzenlenebilir.

### **3.4. Türkiye’de Risk Sermayesinden Beklenen Yararlar**

Risk sermayesi finansman yönteminin kullanımının artışıyla birlikte ülkemize sağlayacağı katkılar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Risk sermayesi yatırımlarındaki artış belli bir zaman sonra menkul kıymetler borsasına arzı yapılan hisse senetlerinin çoğalmasına sebep olur. Çünkü risk sermayesi şirketleri, sağladıkları finansal desteklerin karşılığında girişimci şirketlerin hisse senetlerini satın almaktadırlar ve yatırımdan çıkarken de hisse senetlerini borsada satarlar. Bu durum ikincil piyasaların gelişmesini sağlamakta ve sonuçta da menkul kıymetler borsasının daha etkin bir yapıya kavuşmasına sebep olmaktadır.<sup>137</sup>

---

<sup>137</sup> Zaimoğlu, s. 145

- Finans kuruluşlarına yapılan yüksek kredi talebi sebebiyle artan faiz oranlarının risk sermayesi metodu kullanıldığında düşürülebilme imkanı doğmaktadır. Çünkü, bu metodun kullanılması finans kurumlarına olan kredi talebini azaltmaktadır<sup>138</sup>.

- Risk sermayesi ile yüksek teknolojiye yönelik yeni fikirlere ve yüksek gelişme potansiyeli gösteren KOBİ'lere finansman sağlandığından, bu fikirlerin ürün haline getirilip ticarileştirilmesiyle hem teknolojik gelişme sağlanmakta hem de uluslar arası alanda rekabet avantajına kavuşulmaktadır<sup>139</sup>.

- Risk sermayesi şirketlerinin asıl amacı destek oldukları girişimin başarısını artırıp senetlerinin değerini yükseltmektir. Bu amacı gerçekleştirmek için de bir girişimi desteklemeye karar verdiklerinde sadece finansman noktasında destek olmazlar aynı zamanda , uzman kişilerin yardımıyla girişime teknik ve yönetsel destek sağlarlar. Bu da girişimin başarı şansını yükseltir<sup>140</sup>.

Yukarıda anlatılanlar ışığında sistemden şu temel yararlar beklenmektedir.

- 1) Sermaye piyasasının gelişmesine olumlu katkı ve sermayenin tabana yayılması,
- 2) Kaynakların daha rasyonel kullanım ve dağılımı,
- 3) Üretim kapasitesinin ve rekabetin artırılması ile üretim maliyetlerinin düşürülmesi,
- 4) Sermaye sahiplerine, yatırımda uzun vadeli ama vergisiz ve cazip getiri sağlanması; bu sayede de atıl fonların plase edilebileceği alternatif bir yatırım olanağının yaratılması;
- 5) İhracatın artırılması,

---

<sup>138</sup> Çımat ve Laçinel, s.144

<sup>139</sup> Aypek,s.123

<sup>140</sup> Caner Ertuna, Türkiye’de Risk Sermayesi Sistemi, **Mevzuat Dergisi**,  
<http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/199311147.htm>, (Erişim Tarihi: 31.08.2010)

- 6) Bilimsel ve teknolojik gelişme,
- 7) Yeni iş alanlarının ve yeni girişimcilerin yaratılması, yeni ve ekonomik değeri olan projelerin değerlendirilmesi;
- 8) Yabancı sermayenin ülkemize çekilmesi,
- 9) Beyin göçünün önlenmesi

### **3.5. Türkiye’de Risk Sermayesi Hususunda Karşılaşılan Sorunlar**

Türkiye’nin risk sermayesi sektöründe karşılaştığı sorunları şöyle sıralayabiliriz:

- Risk sermayesi yatırımları uzun süreli yatırımlar olduğu için bu yatırımlarda uzun vadeli fonlara gereksinim vardır. Fakat, Türkiye’de kısa dönemli uygulamalar yaygınlaşmıştır. Amaç, enflasyondan kısa dönemde finansal ve parasal yöntemlerle korunup karlı çıkmaktır. Bu uygulamalarda üretim, teknoloji, yatırım, verimlilik gibi konular ikinci planda kalmıştır. Kamu, cari işlemler açığını dengelemek için kısa vadeli yüksek faizli menkul kıymet ihraç etmektedir. Bu sayede bireysel tasarruflar ve bankalarda toplanan mevduatlar kamuya aktarılmakta ve bu risk sermayesi yatırımları için fon bulma imkanını güçleştirmektedir.<sup>141</sup>

- Ülkemizde az sayıda uzman danışmanlık firmasının bulunması ve bu firmaların risk sermayesi yatırımı için, tam olarak hazırlıklı olmaması ve gerekli bağlantıları kurmamaları sonucunda ülkemize gelip yatırım yapmak için gelen yabancı risk sermayedarları çekingen davranmaktadır. Ayrıca yatırım yapılması beklenen sektörler için gerekli verilerin ve

---

<sup>141</sup> Aypek, s.131

analizlerin tam ve doğru saptanıp saptanmadığı ve yatırım projelerinin yeterince cazip olup olmaması sorunu vardır<sup>142</sup>.

- Türkiye’de büyük holdinglere bağlı birçok şirketin yabancı ortaklarla ortak risk sermayesi yatırımları yapması ve böylece yüksek teknolojiyi elde etmesi risk sermayesi yatırımının önemini azaltmaktadır. Böylece bu holdinglere bağlı şirketler hem AR-GE masraflarından kurtulmakta hem de yeniliklere kolaylıkla ulaşmaktadır. Bu fenomen ayrıca diğer KOBİ’lerin global rekabet şanslarını da azaltmaktadır.

- Amerikan kültüründeki her şeye sıfırdan geliştirebilme, her türlü yeniliğe açık olma olgusu ülkemizde daha zayıftır. Girişimcilik özelliği kültürden de gelen bir özellik olmasıyla beraber öğrenilebilir ve geliştirilebilir olduğu halde ülkemizde kadercı bir yaklaşım vardır. Ülkemizde girişimcilik ve risk alma özelliğinin geliştirilmesine dönük eğitimlere yeterince önem verilmemektedir<sup>143</sup>.

---

<sup>142</sup> Hüseyin Akgönül, Bülent Altay, “Risk Sermayesi (Venture Capital)”, **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, 2001, s.455

<sup>143</sup> Ayşegül Yılğor, “Risk Sermayesi ve Türkiye Açısından Önemi”, **Hazine Dergisi**, Sayı 1, 1996, s.85

### 3.6. Türkiye Risk Sermayesi Altyapısının Diğer Ülkeler İle Karşılaştırılması

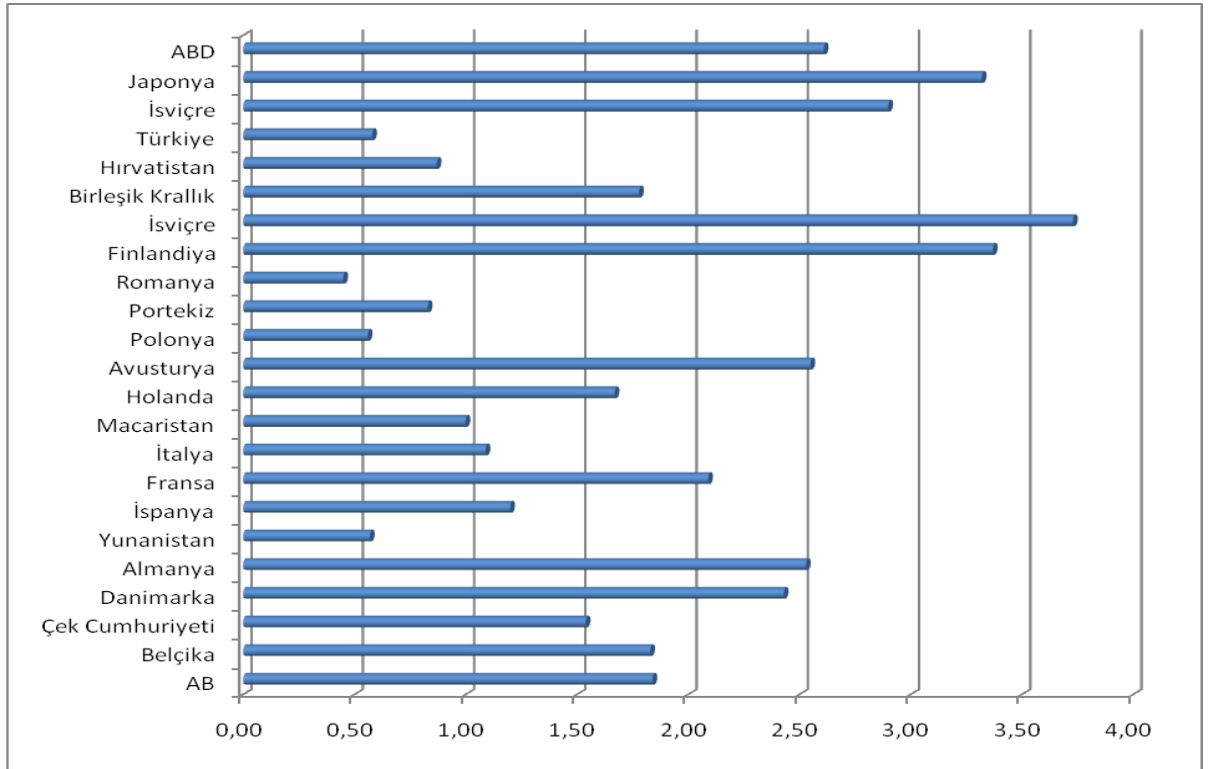
**Tablo 8. GSYİH İçerisinde AR-GE Harcamaları Oranlar 2006 (%)**

	Fon Kaynağına Göre Analiz AR-GE İçerisindeki Payı (%)			
	GSYİH Payı (%)	İş Girişimi	Araştırma	Yurt Dışı
AB	1,84	54.6	34.2	8.9
ABD	2,61	64.9	29.3	
Almanya	2,53	67.6	28.4	3.7
Avusturya	2,55	45.9	36.8	15.2
Belçika	1,83	59.7	24.7	12.4
Birleşik Krallık	1,78	45.2	31.9	17.0
Bulgaristan	0,48	27.8	63.9	7.6
Çek Cumhuriyeti	1,54	56.9	39.0	3.1
Danimarka	2,43	59.5	27.6	10.1
Estonya	1,14	38.1	44.6	16.3
Finlandiya	3,37	66.6	25.1	7.1
Fransa	2,09	52.2	38.4	7.5
Hırvatistan	0,87	34.6	55.8	6.8
Holanda	1,67	51.1	36.2	11.3
İrlanda	1,35	59.3	30.1	8.9
İspanya	1,20	47.1	42.5	5.9
İsviçre	3,73	65.7	23.5	7.7
İsviçre	2,90	69.7	22.7	5.2
İtalya	1,09	39.7	50.7	8.0
İzlanda	2,77	48.0	40.5	11.2
Japonya	3,32	76.1	16.8	0.3
Kıbrıs	0,42	16.8	67.0	10.9
Letonya	0,80	26.2	53.6	14.3
Litvanya	0,70	32.7	58.2	7.5
Lüksemburg	1,47	79.7	16.6	3.6
Macaristan	1,00	43.3	44.8	11.3
Malta	0,54	52.1	34.4	13.5
Norveç	1,52	46.4	44.0	8.0
Polonya	0,56	33.1	57.5	7.0
Portekiz	0,83	36.3	55.2	4.7
Romanya	0,45	30.4	64.1	4.1
Slovakya	0,46	35.0	55.6	9.1
Slovenya	1,59	59.3	34.4	5.8
Türkiye	0,58	46.0	48.6	0.5
Yunanistan	0,57	31.1	46.8	19.0



**Kaynak:** Eurostat Pocketbooks, Key Figures on Europe 2009 Edition, European Commission,,s.191

Tablo 8’de 2006 yılında GSYİH içerisinde AR-GE harcamaları verilmektedir. Bu verilere göre Avrupa Birliği’nde GSYİH içerisinde, AR-GE harcamaları oranı % 1.4’dür. Türkiye’de ise bu oran % 0.58 iken ABD’de bu oran % 2.61, Japonya’da ise % 3.32’dir. Bu oranlar bize Türkiye’de AR-Ge harcamalarına gelişmiş olan ülkelerden daha az kaynak ayırdığını göstermektedir. Aradaki fark Şekil 5’de daha iyi anlaşılmaktadır.



**Şekil 5. GSYİH İçerisinde AR-GE Harcamaları Oranları**

(Tablo 8’deki veriler kullanılmıştır)

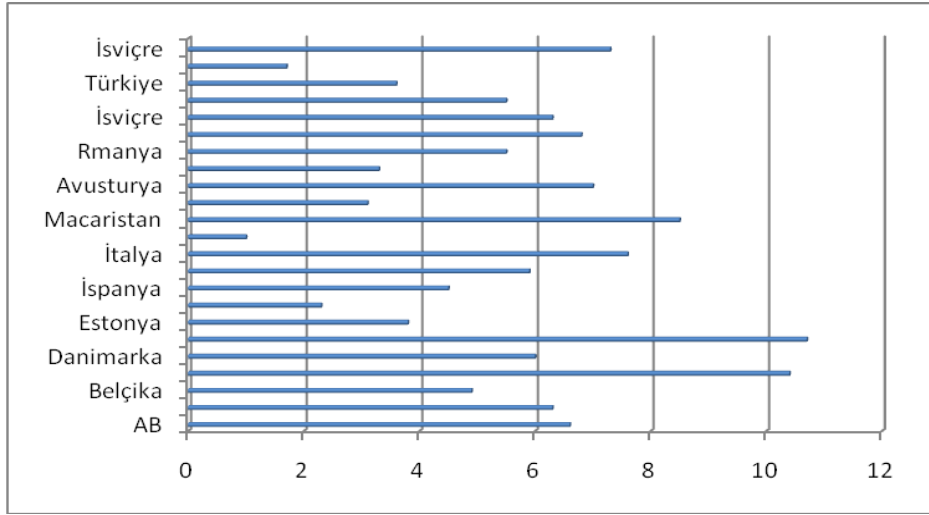
**Tablo 9. Yüksek Ve Orta-Yüksek Teknoloji Üretim Ve Bilgi-Yoğun İstihdam Hizmetleri  
(% İstihdam)**

	Yüksek ve Orta Yüksek Terknoloji Üretimi			Bilgi ve Yoğun Hizmetler		
	1996	2001	2006	1996	2001	2006 (1)
<b>AB</b>		7.4	6,6		30.9	32,8
<b>Almanya</b>	11.1	11.2	10,7	27.9	31.0	34,1
<b>Avusturya</b>	6.6	6.5	7,0	26.5	29.3	30,4
<b>Belçika</b>		5.5	4,9		23.1	22,0
<b>Birleşik Krallık</b>	7.9	7.1	5,5	37.3	40.5	43,0
<b>Bulgaristan</b>	7.7	6.9	6,3	34.6	37.8	38,8
<b>Çek Cum.</b>		9.2	10,4		24.1	25,1
<b>Danimarka</b>	7.1	7.0	6,0	40.1	42.7	43,5
<b>Estonya</b>		4.9	3,8		28.0	28,6
<b>Finlandiya</b>	7.2	7.4	6,8	37.4	39.1	41,1
<b>Fransa</b>	7.0	7.2	5,9	33.6	35.0	36,9
<b>Holanda</b>	5.1	4.3	3,1	36.4	40.0	42,0
<b>İrlanda</b>	7.1	7.3	5,7	30.2	32.0	34,9
<b>İspanya</b>	5.1	5.5	4,5	23.6	24.8	27,9
<b>İsverç</b>	1.5	1.7	1,7	38.4	40.9	42,5
<b>İsviçre</b>	8.4	7.7	6,3	44.2	46.1	47,7
<b>İsviçre</b>	7.8	8.1	7,3	34.1	39.0	41,3
<b>İtalya</b>	7.4	7.4	7,6	24.7	27.0	30,4
<b>Kıbrıs</b>		1.0	1,0		26.5	28,3
<b>Letonya</b>		3.1	2,5		26.9	25,6
<b>Litvanya</b>		1.7	1,7		24.8	25,5
<b>Lüksemburg</b>	1.7	1.2	1,3	33.4	35.8	43,5
<b>Macaristan</b>	7.6	8.7	8,5	25.3	26.3	28,4
<b>Malta</b>		8.0	6,6		27.8	31,0
<b>Norveç</b>	5.5	4.2	4,5	40.6	43.6	46,1
<b>Polonya</b>	4.2	3.6	3,3	22.0	19.7	23,1
<b>Rmanya</b>		5.1	5,5		11.3	14,6
<b>Slovakya</b>		6.8	9,6		25.3	24,9
<b>Slovenya</b>	9.2	8.8	8,7	20.8	23.1	26,2
<b>Türkiye</b>	3.5	3.5	3,6	11.9	12.5	12,8
<b>Yunanistan</b>	2.3	2.2	2,3	20.5	22.5	25,0

**Kaynak:** EU Key Figures, 2007,s.193

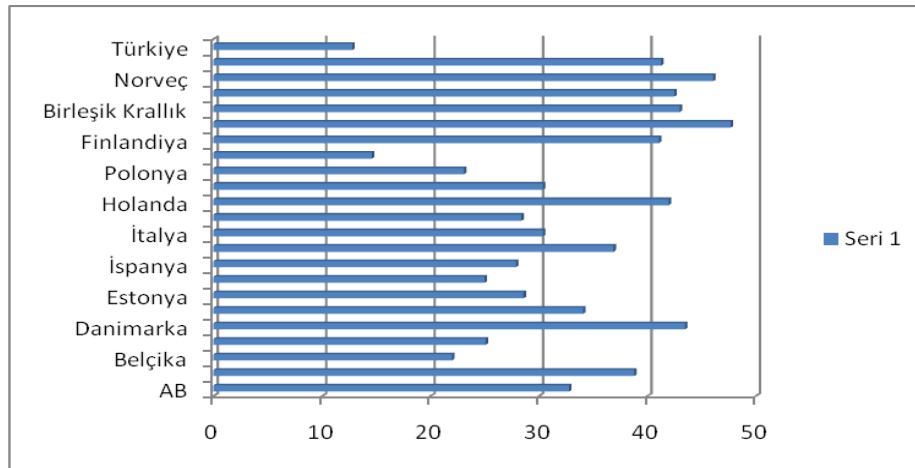
Tablo 9’da Avrupa üye ve aday ülkelerin yüksek ve orta-yüksek teknoloji üretim ve bilgi-yoğun istihdam hizmetleri verilmiştir. Bu veriler incelendiğinde 2006 yılında AB geneli

ortalaması yüksek ve orta ileri teknoloji istihdamı, toplam istihdamın % 6.6 iken Türkiye’de ise bu oran 3.6’da kalmıştır. AB’de bilgi ve yoğun hizmetler istihdamı, toplam istihdamın % 32.8 iken Türkiye’de bu oran 12.8’dir. Türkiye bilgi yoğun hizmetler konusunda Avrupa’nın gerisinde kalmaktadır.



**Şekil 6. Yüksek ve Orta Yüksek Teknoloji Üretimi (% İstihdam)**

(Tablo 9’deki veriler kullanılmıştır)



**Şekil 7. Bilgi ve Yoğun Hizmetler (% İstihdam)**

(Tablo 9’deki veriler kullanılmıştır)

Şekil 6 ve 7’de AB ülkelerinin yüksek ve orta ileri teknoloji üretimi verileri ve Bilgi-Yoğun İstihdam Hizmetleri karşılaştırılmıştır. Türkiye’nin ortalamasının ne kadar gerisinde olduğu çizilen çubuk grafikten de görülmektedir.

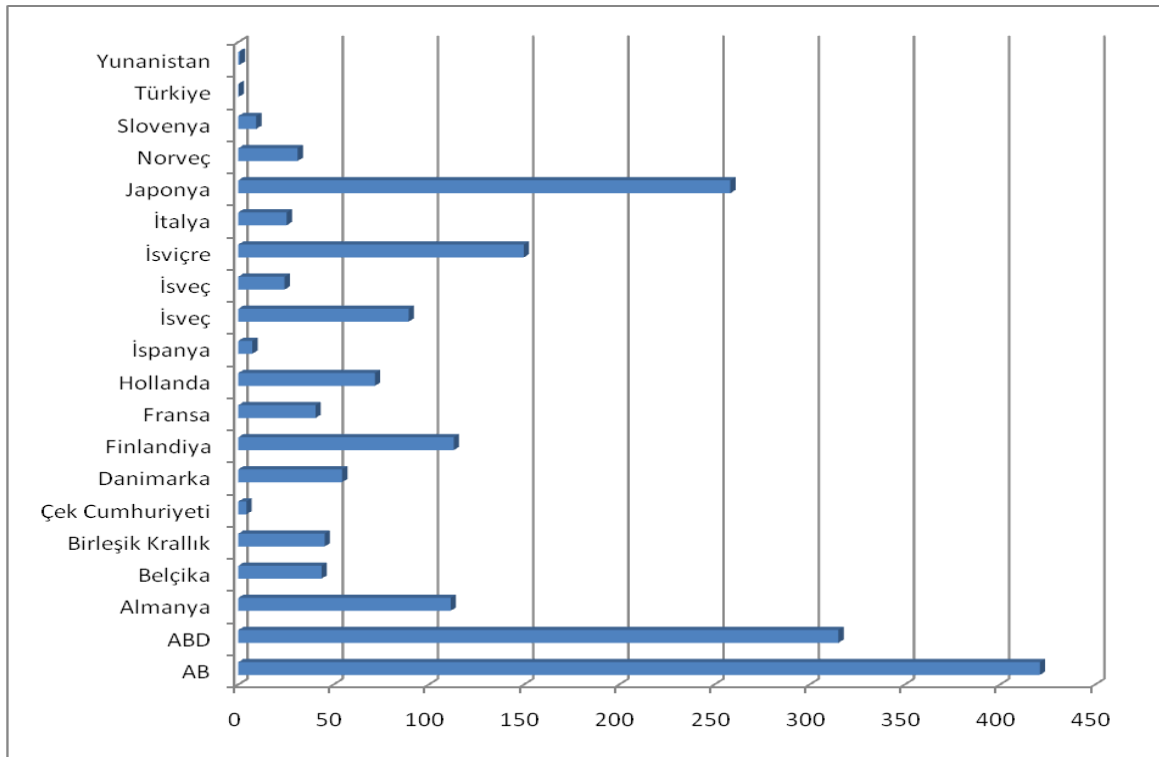
**Tablo 10. Patentler**

	Patent Başvuruları		Patent Başvuruları (Milyonda)		USPTO’dan Patent Hakkı Alanlar (Milyonda)
	2000	2005 (1)	2000	2005 (1)	2002 (2)
<b>AB</b>	51 158	49 730	106.1	101.3	421
<b>ABD</b>	30 513	29 538	108.0	99.6	315,2
<b>Almanya</b>	22 016	22 219	268.0	269.3	111,6
<b>Belçika</b>	1 288	1 302	125.8	124.6	43,8
<b>Birleşik Krallık</b>	5 912	5 206	100.6	86.7	45,4
<b>Bulgaristan</b>	7	4	0.9	0.5	0,3
<b>Çek Cumhuriyeti</b>	67	71	6.5	7.0	4,3
<b>Danimarka</b>	936	842	175.5	155.6	54,6
<b>Estonya</b>	6	7	4.1	5.2	2.2
<b>Finlandiya</b>	1 393	1 169	269.4	223.2	113,2
<b>Fransa</b>	7 250	7201	119.8	115.2	40,6
<b>Hırvatistan</b>	15	24	3.3	5.4	4,5
<b>Hollanda</b>	3 418	2 695	215.5	165.3	71,8
<b>İrlanda</b>	218	237	57.7	57.7	44,4
<b>İspanya</b>	790	1 135	19.7	26.4	7,4
<b>İsveç</b>	2 270	1 370	256.1	152.0	89,5
<b>İsveç</b>	36	21	127.9	73.0	24,4
<b>İsviçre</b>	2 694	2 929	376.1	395.0	150,0
<b>İtalya</b>	3 982	4 197	70.0	71.8	25,5
<b>Japonya</b>	21 356	20 099	168.4	157.3	258,5
<b>Kıbrıs</b>	7	6	10.4	8.2	2,8
<b>Letonya</b>	5	2	1.3	0.6	0,3
<b>Litvanya</b>	23	21	708.7	606.9	507,1
<b>Litvonya</b>	7	12	3.1	5.2	0,9
<b>Macaristan</b>	121	64	11.8	6.3	2,6
<b>Malta</b>	5	9	11.8	22.4	5,1
<b>Norveç</b>	395	401	88.2	87.1	31,2
<b>Polonya</b>	43	108	1.1	2.8	1,0
<b>Portekiz</b>	42	113	4.1	10.7	2,0
<b>Romanya</b>	7	45	0.3	2.1	0,6
<b>Slovakya</b>	11	31	2.1	5.8	0,2

<b>Slovenya</b>	51	59	25.5	29.5	9,5
<b>Türkiye</b>	43	211	0.6	3.0	0,3
<b>Yunanistan</b>	54	48	5.0	4.3	0,9

**Kaynak:** EU Key Figures, 2007,s.195

Tablo 10’da ülkelere göre 2000 ile 2005 yıllarında patent başvuruları ve patent almaya hak kazanmış kişilerin sayısı verilmiştir. AB’de 2002 yılında milyonda 421 kişi, ABD’de 315 kişi, Japonya’da 258 kişi patent alırken Türkiye’de bu oran sadece 0.3’ dür.



**Şekil 8. Ünelere Göre USPTO’dan Patent Hakki Alanlar 2002 (milyonda)**

(Tablo 10’daki Veriler Baz Alınmıştır)

Şekil 8’deki grafikten Türkiye’de patent alan kişi oranının (milyonda) AB, ABD ve Japonya oranından ne kadar az olduğu açıkça görülmektedir.

### 3.7. Ülkemizde Risk Sermayesi Piyasasını Geliştirmek İçin Öneriler

Türkiye’de risk sermayesi yatırımlarının gelişmesi için olması gereken şartlar mevcuttur. Fakat daha tam gelişimini tamamlamamış olmanın verdiği tecrübesizlikle yatırımlar gerektiği yerde ve gerektiği zamanda yapılmamaktadır. Risk sermayesi finansman modelinin Türkiye’de uygulanmasını kolaylaştıracak etmenler aşağıda verilmiştir.

#### 3.7.1. Kaynak Edinimi

RS kurumu özel kesime (KOBİ'lere) uzun dönemli faizsiz finansman sağlamaktadır. Bu finansman, girişimci şirkete ait olan hisse senetlerini RS şirketinin satın alması şeklinde gerçekleşmektedir. Bu sebeple RS şirketinin kaynaklarının yeterli olması gerekmektedir.<sup>144</sup>

Kaynak (sermaye) sorunu bulunan Türkiye’de, aşağıda belirtilen yöntemlerle kaynak temin edilebilir:

##### - İslâm Bankalarının Mudaraba Yatırımları

Mudaraba; emek ile sermayenin birleşip faaliyet sonucu oluşan kâr ve zararı paylaşmaları ile bir sistemdir. Bu sistemde sermayeyi yatıran aktif değildir ve fon kullanan taraf faaliyetin yürütülmesini üstlenmektedir. Ayrıca oluşan kârdan oransal bir pay almaktadır. Faaliyet zararı tamamen sermayeyi koyan tarafa aittir. Sermayeyi yatıran; kusur, ihmal ve ihlalle ilgili olan zararlara karşı sermayenin teminat altına alınmasını isteme yetkisine haizdir. Mudaraba, özel amaçlı mudaraba ve genel yatırım mudarabası olarak ikiye ayrılır. Özel amaçlı mudarabada zaman, yer, ticaret konusu kalemler, ticari ortaklar vb. konularda sınırlama getirebilmektedir.<sup>145</sup>

---

<sup>144</sup> Tuncel 137

<sup>145</sup>

Mudaraba ortaklığı ile RS şirketleri tamamen benzer prensipler çerçevesinde uygulanan ortaklık şekilleridir. Dolayısıyla, Türkiye'de RS'nin geliştirilmesi açısından en basit ve devlet açısından masrafsız yolu, İslam Bankalarının yatırım politikalarının değiştirilmeleri ve bu bankaların daha fazla Mudaraba ve Muşaraka kanalıyla fonlarını plase etmelerini sağlamak olmalıdır. Bu da devlet tarafından uygulanacak vergi politikalarıyla sağlanabilir. Böylelikle, faiz nedeniyle fonlarını İslam Bankalarına yöneltmiş olan Türk halkının kaynakları ekonomiye sağlıklı bir şekilde katılmış olacaktır. Türkiye'nin bu yönüyle, RS sisteminin gelişmiş olduğu ülkelerden çok daha avantajlı olduğu görülmektedir.<sup>146</sup>

Ayrıca İslam bankalarının, yatırım bankalarının, ticari bankaların zorlayıcı portföy sınırlamaları altına sokulması için gerekli mevzuat değişikliklerinin yapılması gereklidir. Ayrıca, yatırım ve kalkınma bankaları ile ticari bankaların, mevduatlarının veya genel olarak kaynaklarının %1'lik bir bölümünü kurulacak RSYO'ların hisse senetlerine yatırmaları sağlanmalıdır. Tüm bankalar, sigorta şirketleri ve sosyal güvenlik kuruluşları göz önüne alındığında teker teker yatırıma girmeyen küçük tutarlar, Milli Teknoloji Merkezi gibi bir özerk devlet RSYO'nun havuzuna akarak yatırıma dönüşebilecektir.

### **3.7.2. Özelleştirmeden Sağlanacak Fonlar**

Özelleştirme, kısaca kamu yönetimi ve mülkiyetindeki iktisadi teşebbüslerin özel kişi ve kuruluşlara devredilmesidir. Mülkiyet devrinin birbiriyle ilgili iki amacı vardır. Birincisi, KİT'leri devletin doğrudan müdahale ve kontrol alanının dışına çıkarmak; ikincisi de bu kuruluşların çeşitli şekillerde bütçeye olan yükünü düşürmektir<sup>147</sup>.

Özelleştirmenin genel amaçları şu şekilde sıralanabilir:

- Tasarrufların daha büyük oranda hisse senetlerine yönelmesini teşvik etmek.

---

<sup>146</sup> Çiller ve Çızakça, s.182

<sup>147</sup> TUSİAD, **Özelleştirme. KİT'lerin Halka Satışında Başarı Koşulları**, Yayın No:TUSİAD-T/ 86.5.88), İstanbul, 1986, s. 13

- Gelir dağılımını iyileştirmek,
- Serbest piyasa ekonomisini güçlendirmek,
- Ekonomide verimliliği yükseltmek,
- Sermaye piyasasını geliştirmek,

Özelleştirme ile devletin ekonomiye doğrudan müdahalesi özelleştirme politikaları çerçevesinde olabildiğince daraltılacak, kamu hizmeti niteliğinde görevlerin yürütülmesinde verimlilik ve etkinlik esaslarına bağlı kalınacaktır. Özelleştirme kapsamı dışındaki işletmelerin faaliyetlerini özerk bir şekilde yürütebilmelerini teminen yeniden yapılandırılmaları sağlanacaktır<sup>148</sup>.

1980'lerden itibaren Türkiye'de özelleştirme ithal ikamesi gelişme modelinden vazgeçilip devlet kontrollerinin azaldığı, piyasa mekanizmasının kaynak dağılımında başat rolü oynadığı, dış ticaret ve uluslararası sermaye akımlarının serbestleştiği yeni bir ekonomi politikası rejiminin bir parçası olarak gündeme gelmiştir. Özelleştirmeye yönelik ilk yasal adımlar 1980'li yılların ortalarında atılmıştır. Ancak bu çabalar büyük ölçüde sonuçsuz kalmış, özelleştirmeler esas olarak 2004 yılından itibaren hız kazanmıştır.<sup>149</sup>

Türkiye'de özelleştirmenin gerekli olduğuna inanılmıştır ve bu yöndeki çalışmalar, istenildiği düzeyde olmamasına karşın, hızla devam etmektedir. Özelleştirmeden elde edilecek olan kaynağın bütçe açıklarının kapatılmasında kullanılması, yukarıda belirtilen amaçların gerçekleştirilmesinden uzak olduğu gibi özelleştirmenin özüne de ters düşecektir. Belirtilen amaçların gerçekleştirilmesinde kullanılacak araçlardan birisi de RS sistemidir. Özelleştirmeden sağlanacak kaynakların bir kısmı, kurulabilecek RSYO'lara ortaklık şeklinde aktarılacağı gibi, RS'nin gelişmesini sağlayacak olan Ar-Ge faaliyetlerine de doğrudan verilebilir.

---

<sup>148</sup> Akın İzmirlioğlu, **KİT ve Özelleştirme Politikaları AB Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı**, Ankara: TC. Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı Yayınları, 2000,s.2

<sup>149</sup> İzet Atiyas ve Burak Önder, **Türkiye'de Özelleştirmenin Hukuk ve Ekonomisi**, Ankara: TEPAV Yayınları,2004,s. 3



### 3.7.3. Kalkınma, Yatırım ve Ticari Bankalar

THB ve TKB'nın RS'nin gündeme gelmesinden itibaren etkin bir rol üstlenmelerine karşın, bu bankalara hazineden kaynak aktarımı yapılamadığından, uygulamada RS anlamında bir faaliyet gösterememektedirler. Ancak, kurulabilecek RS şirketlerine Halkbank'ın sermaye yatırarak ortak olması, Halkbank'tan asıl beklenen girişim olacaktır. Halkbank'ın sermaye katkısını; bankacılık hizmetleri, danışmanlık, eğitim gibi faaliyetlerle desteklemesi de ayrıca söz konusu olabilir<sup>150</sup>.

Kamu yatırım politikaları açısından, Türkiye'de son yıllarda süreklilik kazanan kamu açıklarının neden olduğu borçlanma gereğinden kaynaklanan yüksek faiz oranları yatırımları olumsuz etkilemiştir.

Yatırımları teşvik politikalarının temel amacı; dünya ile entegrasyonu sağlamak, bilgi toplumuna erişmek ve yabancı sermayeyi özendirmektir. Bu bağlamda, bilgi teknolojileri başta olmak üzere Ar-Ge ve teknoloji geliştirme, altyapı, Yap-İşlet-Devret ve benzeri modellerle yürütülen projeler, küçük ve orta boy işletmelerin gelişmesi, kalifiye işgücü oluşturulması, istihdam yaratma, döviz kazandırma ve bölgeler arası gelişmişlik farklarının azaltılmasına yönelik yatırım ve faaliyetler desteklenmelidir.

### 3.7.4. Sigorta Şirketleri

Türkiye'de sigortacılık sektörü henüz çok yenidir. Sektörde 35'i Türk 15'i yabancı 50 firma bulunmaktadır. Bunların toplam prim istihsalı 8 trilyon TL'nin üzerindedir. Sigorta şirketlerinin menkul kıymetleri, aktiflerinin %31,8'ini oluşturmakta olup bunun sadece %17'si hisse senetlerinden oluşmaktadır. Türkiye'de sigorta şirketlerinin tahvilleri kanuni teminatlarına karşılık tutmaları ve hisse senetlerinin riskinden kaçınmaları, sigorta şirketlerini

---

<sup>150</sup> Dağdelen, s. 65

risksiz devlet tahvillerine yönelmektedir. RS sektörü için sigorta şirketlerinin eli kolu, devletin karşılıklar politikası sebebiyle bağlanmıştır<sup>151</sup>.

Batı'da risk sermayesi şirketlerine yatırım yapan çeşitli kuruluşlar arasında sigorta şirketleri, uluslararası ticari bankalar, yatırım bankaları, vakıflar ve büyük sermayedarlar dikkati çekmektedir. Türkiye'de ise böyle bir durum söz konusu değildir.

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

### **3.7.5. Yabancı Sermaye**

1980 öncesi dönemlerde Türkiye'deki işletmeler, büyük ölçüde yabancı sermaye ile finanse edilmişlerdir. Bu gibi durumlarda öz sermayede oluşan daralma, bir bütün olarak işletmeyi salt bunalıma duyarlı yapmaz, ayrıca birçok işletmeyi, özellikle yüksek faizli dönemlerde ödeme gücüne iter. Bununla beraber, işletmelerin piyasada yarışmacı durumunu koruyabilmesi için yenilenme yatırımları yapması zorunludur. Geleneksel yerleşik finans yolları, bu alanda da yetersiz kalmaktadır. Çünkü<sup>152</sup>,

- Özellikle genç (yeni) fakat aynı zamanda uzun süreden beri varolan işletmeler, istek duyduğu yatırımlarını finanse etmede çeşitli sorunlarla karşılaşmaktadır.
- Menkul değer çıkaramayan – emisyoncu olmayan- işletmelerin yeni kaynak koyarak öz sermaye tabanını kuvvetlendirmeleri, çeşitli açılardan güçlüklerle karşı karşıyadır.

---

<sup>151</sup> Tuncel,s.125

<sup>152</sup> Fettahoğlu, s.3

- Yüksek yabancı sermaye maliyetinden ötürü işletmelerde riski ve şansı yüksek yatırımların finansında geleneksel olarak öz sermaye gündeme getirilmektedir.

Türkiye yabancı sermaye yatırımları bakımından da oldukça gerilerde kalmıştır. Özellikle girişimcilik sermayesi sorununun yaşandığı Türkiye’de, bu açığı kapatabilecek yabancı yatırımcılardan gereğince yararlanamamaktadır.<sup>153</sup>.

IFC ve uluslararası RS şirketleri, RS'ne özel sektörün ilgi göstermesini beklemektedir. IFC halihazırda zaten şirketlere finansman sağlamaktadır. Dünya Bankası kaynaklı krediler de kullanılmaktadır, fakat bu aksiyon RS bazlı firmalara yönelmemiştir. Bunun için RS şirketlerinin kurulması beklenmektedir.

### **3.7.6. Ar-Ge Faaliyetlerinin Desteklenmesi**

Ekonomi sistemimizde devlet kuruluşlarından, özel bankalara kadar mevcut kuruluşların kendilerini RS olgusu karşısında yenilemeleri gerekmektedir. Liberal ekonomilerde özerk ya da yarı özerk küçük sanayi yönetimlerinin kurulması, ilgili bakanlıkların yeni organlarının oluşturulması ile bu isteğe cevap verilmeye çalışılmaktadır. Nitekim bunun Türkiye’ye yansması KOSGEB, Teknoloji Geliştirme Vakfı gibi kuruluşların oluşturulması şeklinde görülmüştür. TÜBİTAK, KOSGEB gibi kuruluşların kanunlarında yazılı amaçların incelenmesinden görülmektedir ki bu kuruluşlar sanayi, üniversite, girişimci arasında danışmanlıktan, teknoparkların kurulmasına, bilimsel yayıncılıktan aktif proje desteğine değin uzanan geniş bir alanda faaliyet göstermektedirler. Yapılması gereken mevcut kuruluşların çalışmalarını desteklemektir.

Türkiye’de teknik desteklerin (malzeme, makine, danışmanlık) haricinde, desteklere pek sık olarak rastlanmamaktadır. Ülkemizde teknoloji geliştiren işletmeler AR-GE sürecini tamamlayabilseler dahi ellerindeki ilk örneği piyasaya çıkarmakta güçlük yaşamaktadırlar.

---

<sup>153</sup> ARK, Haydar, “Reel Sektörde Risk Sermayesinin Rolü”, **Activeline Dergisi**, Şubat Sayısı,2002,s.15

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

Türkiye’de stratejik odaklı projelere Ar-Ge finansman desteği Dış Ticaret Müsteşarlığı’nın yetkilendirdiği TTGV eliyle sağlanmaktadır. Bu finansmana ilişkin olarak, Tübitak, TTGV ve DİE’nin ortaklaşa yürüttükleri sistematik ve sürekli değerlendirme çalışmasının 1995-1998 dönemini içeren ilk aşaması, 2001 yılında, Prof. Dr. Erol Taymaz tarafından sonuçlandırılmış ve “Ulusal Yenilik Sistemi: Türkiye İmalat Sanayinde Teknolojik Değişim ve Yenilik Süreçleri” adlı rapor yayımlanmıştır<sup>154</sup>. Bu rapora göre;

- Ar-Ge faaliyeti yapan işletmelerin %85’i ürün veya malzeme iyileştirme, %75’i yeni ürün geliştirme ve %69’u proses iyileştirme çalışması yapmaktadır. Teknik ve işlevsel sorunları giderme ise, firmaların %45’de asıl amaçtır.
- Tüm KOBİ’ler ve büyük ölçekli firmaların %80’i için, DTM/TTGV finansmanı önemli bir araçtır.
- Desteklenen KOBİ’lerin %35’i, büyük ölçekli firmaların ise %10’u, DTM/TTGV desteği olmadan projelerini devam ettiremeyeceklerini söylemişlerdir.

---

<sup>154</sup> Erol Taymaz, **Ulusal Yenilik Sistemi: Türkiye İmalat Sanayinde Teknolojik Değişim ve Yenilik Süreçleri**, Ankara: TÜBİTAK/TTGV/DİE Ortak Yayın,2001, s.42

- Firmaların %88'i proje neticesinde üretime geçmeyi planlamakta, ancak; bunun için ek kaynağa ihtiyaç duymaktadır.

Görüldüğü gibi, gerek KOBİ'ler, gerekse büyük ölçekli firmalar için, Ar-Ge aşamasında finansman sağlamak büyük bir öneme sahiptir. Aktarılan kaynaklar yıllar itibariyle düzensiz bir yapıya sahiptir ve yeterli olmamaktadır. Bu aşamada risk sermayesi sisteminin devreye sokulması hem devletin yükünü düşürecek, hem de etkinlik ve verimliliği yükseltmektedir.

1995 yılında Türkiye'nin Ar-Ge yeteneğini geliştirmek için somut adımlar da atılmıştır. Bunlardan en önemlisi, sanayi kuruluşları tarafından yürütülen Ar-Ge projelerine devlet yardımı yapılmasını öngören karardır. Dünya Ticaret Örgütü (WTO) Kuruluş Anlaşması ile Sübvansiyonlar ve Telafi Edici Önlemler Anlaşması'nın ("Uruguay Turu Nihai Senedi" olarak anılan anlaşmalar) TBMM tarafından 26.1.1995 tarih ve 4067 sayılı yasayla onaylanması ve Gümrük Birliği'ne kabulün gerçekleşmesiyle Türkiye'yi mevcut teşvik sistemini gözden geçirme seviyesine getirmiştir. Uruguay Turu Nihai Senedi ve Avrupa Birliği mevzuatının "karşı tedbir alınmasını gerektirmeyen devlet sübvansiyonu" olarak kabul ettiği Ar-Ge'ye Devlet Yardımı Kararı böyle bir ortamda çıkarılmıştır.<sup>155</sup>

Türkiye'de bilim ve teknolojinin ana hedefi, daha önce de ifade edildiği gibi, teknoloji üretebilir noktaya ulaşma ve bütün sektörlerde rekabet gücünün artırılmasını sağlamaktır. Bu hedefi yakalamak amacıyla:

- Bilim ve teknoloji yeteneğinin yükseltilmesi,
- Mal ve hizmet üretiminin jenerik teknolojiler üzerine oturtulması,

---

<sup>155</sup> Tosun Terzioğlu, AR-GE: Ülke Kaynaklarının Tahsisinde Birincil Öncelik, Eğitim-Öğretim ve AR-GE'ye Verilmelidir, **İşveren Dergisi**, TİSK, Cilt: XXXIV, Sayı 11, Ankara, Ağustos 1996

- Uluslararası enformasyon altyapısının geliştirilmesi ve bilgi ağlarının yaygınlaştırılması,
- Kalite ve standartların yükseltilmesi, üretimde verimliliğin artırılması, ,
- Kamu ve özel kesim Ar-Ge paylarının yükseltilmesi gerekmektedir.

Ayrıca Türkiye’de Ar-GE hedeflerine ulaşılması gerekenler şöyle sıralanabilir:

1.Özel sektör, kamu veya üniversite bağlantılı özel statülü kuruluşların kuracağı AR-GE amaçlı kuruluşlarca ithal edilecek araç ve gerece gümrük indirimi sağlanmalıdır.

2. İstisna ya da muafiyet kapsamına alınacak AR-GE konusu harcamalara verilecek desteğin Türkiye’nin sanayi önceliklerine göre belirlenecek bir teşvik sistemi ile paralel olarak yürütülmesi sağlanmalıdır. Böylelikle sanayileşmede önceliği belirlenen sektörlerle ilişkin ARGE harcamaları desteklenmiş olacaktır.

3. Özel kuruluşlar ya da kamu katkılı sanayi birliklerinin kuracakları AR-GE amaçlı tesislere uygun şartlarda kredi temin edilmesi sağlanmalıdır. Bunun için de mevcut teşvik sisteminde değişikliğe gitmek gereklidir.

4. AR-GE kuruluşlarına fon biriktirme, ithalat yapma gibi ayrıcalıklar sağlanabilir. Bu amaçla belli devlet kuruluşları kaynaklı fonlar tahsis edilebilir. Buna örnek olarak Teknoloji Geliştirme Fonu verilebilir.

5. İleri teknolojilerin incelenmesi ve izlenmesi için TÜBİTAK ve teknik üniversiteler birbirine iletişim ağıyla bağlanmalıdır. TÜBİTAK, devletin öncelik verdiği sektörler başta olmak üzere süreli yayınlarla harekete geçirme görevini üstlenmelidir.

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

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

8. Yükseköğretim kurumlarında araştırma laboratuvarları merkezleştirilmeli, bölgesel laboratuvarlar ve bölgesel teknoloji merkezlerine yönelmelidir.

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

**Tablo 11. Türkiye'de Risk Sermayesi Sektörü için SWOT analizi**

<b>GÜÇLÜ YANLAR</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Demografik Yapı</li><li>• Firma Yapısı</li><li>• Dini İnanç</li><li>• Coğrafi Konum</li><li>• Kişilik Özellikleri</li></ul>	<b>ZAYIF YANLAR</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Politik İstikrarsızlık</li><li>• Devletin Yeterli Düzenlemeleri Yapmaması (Vergi-Teşvik)</li><li>• Sermaye Kıtlığı</li><li>• KOBİ'ler için Borsanın Bulunmaması</li><li>• Risk Sermayesi Konusunda Kamuoyu Oluşmaması</li><li>• AR-GE Faaliyetleri için Yetersiz teşvik</li></ul>
<b>FIRSATLAR</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Sermaye Piyasasının Gelişimine Olumlu Katkı</li><li>• Kaynakların Daha Rasyonel Kullanımı</li><li>• Üretim Maliyetlerinin Düşürülmesi</li><li>• İhracatın Arttırılması</li><li>• Bilimsel ve Teknoloji Gelişme</li><li>• Yeni İş Alanlarının Yaratılması</li><li>• Yabancı Sermayenin Ülkeye Çekilmesi</li><li>• Beyin Göçünün Önlenmesi</li></ul>	<b>TEHDİTLER</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Sektörün Deneyimsiz Kişiler Tarafından Yönlendirilmesi</li><li>• Devletin Teşvik ve Desteklerinin Yararlı Kullanılmaması</li><li>• 2008 Yılı Ekonomik Krizinin Reel Sektöre Etkiler</li></ul>

**Kaynak:** Çalışmada yararlanılan kaynaklar ışığında tarafımdan hazırlanmıştır.

Türkiye nüfusu yaklaşık 73 milyon kişidir ve yarısı 28.3 yaşından küçüktür. Toplam işletmelerin %99.5'ni KOBİ'ler oluşturmaktadır. Nüfusun %90'dan fazlası İslam dinine inanmaktadır ve büyük bir kesimi kredi kullanma ve kullandırma işleminde faiz kullanımını onaylamamaktadır. Bu veriler ile risk sermayesi yapısını düşünürseniz Türkiye'nin risk sermayesi sektörü konusunda ciddi avantajları bulunmaktadır.

Ülkemizde uygulanmış ve uygulanan para politikaları risk sermayesi sektörün gelişimini engellemiştir. Devletin yeterli yasal yaptırım ve teşvikleri uygulamaması zayıf yanların ana sebeplerindedir.





## SONUÇ

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

Risk sermayesi yatırımı, geleneksel olarak, hızla büyüyen küçük ölçekli işletmelere başlangıç aşamasında yapılan yatırım olarak düşünülmektedir. Ancak risk sermayesi yatırımları, şirket gelişiminin çeşitli aşamalarında yapılabilmektedir. Fikir veya kuruluş aşamasında yapılan yatırımlardan başka belirli bir müddet faaliyet gösteren, büyümek için dış kaynaklara gereksinim duyan, ancak ihtiyacı olan fonları sermaye piyasalarından veya kredi kuruluşlarından sağlayamayan ticari işletmeler de risk sermayedarlarının ilgi alanına girmektedir. Bundan başka, risk sermayesi yatırımları, şirket satın almaları, mali açıdan zor durumda olan şirketlerin kurtarılması, ilk halka arzların finansmanı gibi gelişimini tamamlamış işletmelerin finansmanında da kullanılmaktadır. Değişen piyasa şartları yeni yeni yatırım imkanları sağladıkça risk sermayesi şirketlerinin faaliyetleri de değişmekte ve yeni koşullara uymaktadırlar

Risk sermayesi yatırımları zamanla farklı alanlarda ve aşamalarda da uygulanmaya başlamıştır. Risk sermayesinin ilk gelişme dönemlerinde bilgisayar ve elektronik ile ilgili alanlarda yeni kurulan işletmelere yapılan yatırımlar ağırlıkta iken zamanla gelişimini tamamlamış şirketler ile ticari işletmeler de risk sermayesi piyasasından önemli miktarlarda fon sağlayabilmişler.

Risk sermayesi yatırımları getirisi yüksek olduğu için çeşitli mali kuruluşlar ve ticari şirketler de bu yöntemle yatırım yapmaya başlamıştır. Risk sermayesi farklı bir uzmanlık alanı gerektirdiği için bu kuruluşlar genellikle bir risk sermayesi şirketi veya fonu oluşturma yoluna gitmişlerdir. Bu tür uzmanlaşmış risk sermayesi şirketleri ve fonları risk sermayesi piyasasının belirleyicisi konumundalar. Ancak çeşitli işletmeler de zaman-zaman bu yöntemle yatırım yapmaktalar.

Gelişmiş ülkelerde bankalar da yeni yatırım olanaklarından yararlanmak amacıyla kendilerine bağlı risk sermayesi şirketleri veya risk sermayesi departmanlarını kurmuşlar. Risk sermayesi yatırımları banka kredilerinden farklılaştığı için bu yola gidilmiştir. Risk sermayesini yatırım bankacılığında ayıran başlıca özelliği, risk sermayesi yatırımcısı ile finanse edilen işletme arasında daha yakın ilişkilerin kurulması ve yatırım gereğince işletmenin yönetiminde söz sahibi olmasıdır.

Risk sermayesini diğer yatırımlardan ayıran en önemli özelliği, risk sermayedarının kaynak ayırdığı işletmenin yöneticisi olmasıdır. Risk sermayesi yatırımları ilk başlarda esasen faaliyete yeni başlamış teknoloji şirketlerinin finansmanında kullanıldığı için risk sermayedarı özellikle mali konuları ve pazarlamayı denetim altında tutmaktaydı. Böylece, risk sermayedarı finanse edeceği işletmeye sadece fon değil, aynı zamanda çeşitli konularda deneyimini de aktarmaktaydı.

Tüm dünyada risk sermayesi sektörü devlet öncülüğü ve desteği ile başlamış ve gelişmiştir. Bu alanda devletin desteğinin ne kadar önemli olduğu ortadadır. Bu nedenden dolayı, devlet küçük ve orta ölçekli girişimcileri kuracağı veya kurulmasına yardım edeceği risk sermayesi şirketleriyle desteklerken, daha önce başka ülkelerin düştüğü hatalara düşmemelidir.

RS, Avrupa Birliği'ne üye olma yolunda çaba gösteren ve gelişmiş ülkelerle ekonomi ve teknoloji alanında rekabet etmesi gereken Türkiye'nin ihtiyaç duyduğu bir finansman modelidir.

RS'nin, 1980'li yılların sonlarına doğru Türkiye'nin gündemine girmesine karşın, somut gelişmelerin ortaya çıkmamasının nedenleri olarak; politik istikrarsızlık, sermaye kıtlığı, sermaye piyasalarının istenilen seviyeye ulaşamaması, RS konusunda yetersiz çalışma, kamuoyu oluşturamaması, yetişmiş insan göçünün önlenememesi ve Ar-Ge faaliyetlerine yeterince kaynak aktarılamaması sayılabilir.

Dolayısıyla, RS'nin kurulmasını ve gelişmesini sağlayan etkenlerin başında politik istikrar gelmektedir. Türkiye biran önce birlik ve beraberliği sağlayarak, iç ve dış ekonomik çevrelere güven vermelidir. Ayrıca, siyasi otoritenin RS sisteminin kurulmasının gerekliliğine ve önemine inanması, ön ayak olması zorunludur. Ancak, RS sistemi kurulurken değişik ülkelerde faaliyette bulunan RS sistemleri arasında, o ülkenin kendi özelliklerinden kaynaklanan kültürel, yapısal ve finansal farklılıklardan doğan değişikliklerin olacağı göz önünde bulundurulmalıdır.

KOBİ borsasına değinecek olursak; Dünyanın çeşitli ülkelerinde KOBİ'lerin halka açılmalarını sağlamak ve reel sektör ile tasarruf sahiplerini bir araya getirmek için KOBİ borsaları oluşturulmuştur. Türkiye'de ise İMKB'nin bir alternatifi olarak kurulan ve AB sürecinde bir gereklilik olan KOBİ borsası, ekonomideki kayıt dışılığı engellemiş ve İşletmeleri denetlenebilir hale getirecektir.

Türkiye'nin AB sürecinde hem KOBİ'leri desteklemek hem de fon ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla sadece KOBİ'lerin yer alabileceği bu borsa şeklinin kurulma çalışmaları halen devam etmektedir. Bu sürecin en iyi şekilde tamamlanarak başarılı bir KOBİ borsasının oluşturulması Türkiye'deki risk sermayesi piyasasına da yararı olacaktır.

Dünya genelinde kurulan KOBİ borsalarında yer alan ve teknoloji alanında faaliyette bulunan KOBİ'lerin kuruluşlarında risk sermayesi yatırım ortaklıkları yoluyla kaynak sağlanmıştır. Girişim sermayesi ile kurulan şirketler borsa yolu ile kaynak sağlayarak borçlarını ödeyebilmektedirler. Avrupa'da ESDAQ, Japonya'da JASDAQ, İngiltere'de Alternative Investment Market (AIM), Almanya'da Neue Markt, Fransa'da Nouveau Marche, Kanada'da Vancouver Borsası da KOBİ'lerin işlem yapmaları amacıyla kurulmuş borsalardır.

Sonuç olarak, KOBİ'lerin KOBİ Borsasına sorunsuz şekilde kote olabilmeleri için; basitleştirilmiş kotasyon koşulları, ana borsaya nazaran daha esnek bir yapı, KOBİ'lerin borsada işlem görmeye hazır hale getirilmelerinde yardımcı olacak AIM' deki "görevlendirilmiş danışman" uygulamasına benzer bir uygulama, kote olmak isteyen KOBİ'lere vergi muafiyeti ya da indirim gibi bazı teşvikler sağlanması, KOBİ'lerin yeni gelişmelerle ilgili sürekli eğitilmesi ve bilgilendirilmesi gibi uygulamalar, bu süreçte başarılı olmayı sağlayacak adımlardan bazıları olarak sıralanabilmektedir.

Risk sermayesi sektörünün gelişimi için çeşitli teşvik ve önlemler alınırken, öncelikle hatırlanması gereken, bu sektörün kurulmasının girişimci sınıfın mevcudiyetine bağlı olduğudur. Bu nedenle sektörün kurulması, Türkiye'de mevcut girişimcilerin önlerindeki çeşitli engellerin asgariye indirilmesini gerektirmektedir. Özelleştirme programı içindeki sanayi tesislerinin satın alınarak veya kiralanarak işletilmesi amacıyla kurulan girişim şirketlerine, RSYO tarafından finansman desteği verilebilir. Sanayileşmiş ülkelerde özellikle İngiltere'de başarıyla uygulanan bu yöntemle, özelleştirme programı içindeki işletmeleri satın alarak işletmek isteyen, yeterli bilgi ve deneyime sahip olmalarına rağmen yeterli finansmanı olmayan girişimcilere finansman sağlanmaktadır.

Ülkemizde risk sermayesine yöneltilecek fonların daha çok stratejik ve hedef sektörlerle verilmesi gereklidir.

Ayrıca teşvik mevzuatımızın teknoloji ağırlıklı sektörlere teşvik sağlayacak şekilde düzenlenmesi gereklidir.

Mahalli girişimcilerin, belediyelerin ve il özel idarelerinin girişimci şirketlerin ihtiyaç duyduğu risk sermayesine nakit dışında, alet, edevat, makine v.b. gereçleri sağlayarak katkıda bulunabilirler. Bu katkıları değerlendirmek amacıyla bir organizasyon oluşturulabilir.

KOSGEB fonları ise, daha çok proje desteği vermek amacıyla kullanılmalı, bu arada Kalkınma ve Yatırım Bankaları aracı kurum olarak, hazinenin risk sermayesi amaçlı vereceği fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıklarına aktarmalıdır.

Sigorta şirketlerinin, emeklilik kuruluşlarının, bankaların ve ÖFK'ların kanuni teminatları konusu düzenlenerek, risk sermayesi yatırımlarına girişmeleri serbestleştirilmelidir.

Kanuni teminatlar olarak kabul edilen devlet borçlanma senetlerinin tutulması yanı sıra, belli bir oranda özel sektör menkul kıymetleri de tutulmalıdır. Böylece Borsada işlem görecektir RSYO hisse senetlerinin alınması da sağlanabilecektir.

Risk sermayesi fonuna bir destek olarak, Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıklarının yatırım portföylerinde belli oranda, risk sermayesi şirketlerinin ihraç ettiği girişim şirketlerine ait hisse senetlerini bulundurmaları sağlanmalıdır.

## KAYNAKLAR

- Akgemci Tahir, **KOBİ'lerin Temel Sorunları ve Sağlanan Destekler**, Ankara: KOSGEB Yayınları, 2001
- Akgönül Hüseyin, Bülent Altay, “Risk Sermayesi (Venture Capital)”, **Eskişehir Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi** , 1, 2001, s.455
- Akkaya Göktuğ, Mehmet İçerli,“KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Cilt 3, Sayı 3, 2001, s.61-70.
- Akkaya Göktuğ, Yılmaz İçerli, “KOBİ'lerin Finansal Problemlerinin Çözümünde Risk Sermayesi Modeli”, **Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Mayıs 2001, s.65-67
- Alada Dinç, “□ İktisâdi Düşünce Tarihinde Girişimcilik Kavramı Üzerine Notlar”, □ İ Ü. **Siyasal Bilgiler Fak. Dergisi.**, No:23-24, s.65
- Alkan, Emre , “Küçük ve Orta Ölçekli □ İşletme Finansmanında □ İngiliz Modeli 3i (investors in industry)”, **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, Yıl 3, Sayı 12, s. 30-32
- Altıntaş Berra, Bir Finans Tekniği Olarak Risk Sermayesi, **Para ve Sermaye Dergisi**, Aralık 1986,s.32
- Ark Ali Haydar, “Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi”, **Activeline Dergisi**, Mart-Nisan Sayısı,2002
- Ark, Haydar, “Reel Sektörde Risk Sermayesinin Rolü”, **Activeline Dergisi**, Şubat Sayısı,2002,s.15
- Atıyas İzet ve Burak Önder, **Türkiye’de Özelleştirmenin Hukuk ve Ekonomisi**, TEPAV Yayınları, Ankara,2004
- Avrupa Komisyonu, Avrupa’da Girişimcilik Yeşil Kitap, Enterprise Publications, 2004’dan naklen “Third European Survey on Working Conditions 2000”, **Avrupa Çalışma ve Yaşam Koşulları İyileştirme Vakfı**, 2000,s.7
- Aydın, Oktay ve Melih Baş. ‘2000’li Yıllara Doğru Risk Sermayesi ve Türkiye İçin Bir Model Önerisi’, **İzmir 3. İktisat Kongresi Bildirisi**. (1992), s.1-2
- Aypek Nevzat, **Sermaye Piyasası Aracı Olarak Risk Sermayesi ve Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği**, KOSGEB Yayınları, Ankara, 1998
- Babuşcu Şenol, **Basel II Düzenlemeleri Çerçevesinde Bankalarda Risk Yönetimi**, Ankara: Akademi Yayınevi,2005

- Baygan Günseli, Michael Freudenberg, “The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries”, **OECD Science, Technology and Industry Working Papers** 2000,s.10
- Bekar Barış, “Girişim Sermayedarlarının Hedefindeki Sektörler”, **Para Dergisi**, Ağustos 2008, s.24
- Bolgun Evren, Barış Akçay, **Risk Yönetimi**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2005
- Can İlker, **Küçük Ve Orta Ölçekli İşletmelerin Finansında Risk Sermayesi**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yüksek Lisans Tezi, Kocaeli, 2007
- Canbaş Serpil, **Modern Finansman Araçlarının Esnaf, Sanatkar ve Küçük İşletmeler Açısından Değerlendirilmesi**, Seminer Tebliği, Tes-Ar Yayınları, Ankara 1992, s .11
- CB. Barry, CJ. Musceralla, CJ Peavy, MR. Vetsupeus, The Role Of Venture Capital in The Creation of Public Companies, **Journal of Financial Economics**,s.450
- Ceylan Ali, **Finansal Teknikler**, Ekin Kitabevi, Bursa, 2002
- Civan Mehmet, Mustafa Uğurlu, “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Gaziantep İlinde KOBİ’lerin Halka Açılmasına Yönelik Model Önerisi”, **Uludağ Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt XXI, Sayı 1, 2002
- Civil Buket, **Kobi’lerin Finansal Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi Finansman Modeli Ve Trabzon İlinde Bir Uygulama**, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı İşletme Programı Yüksek Lisans Tezi, Trabzon,2008
- Çımat Ali ve Atakan Laçinel, **KOBİ’lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi**, Ankara: Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, 2002
- Çımat Ali, Atakan Laçinel, **KOBİ’lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi**, Vergi Denetmenleri Derneği Eğitim Yayınları Serisi, Ankara, 2002
- Çiller Tansu, Murat Çızakça, **Türk Finans Kesiminde Sorunlar ve Reform Önerileri**, İstanbul Sanayi Odası, Yayın No: 1989/7, İstanbul, 1989
- Çonkar Kemalettin M.. **Risk Sermayesi Finansman Yönetimi**, Türkiye İçin önemi, Başarı Koşulları ve Uygulama İmkanları. Kayseri: 1993
- Dağdelen Ülkü, **Halk Bankasına Sunulan Rapor** ,Ankara,1992
- Ekinci Yusuf, **Ahilik**, 3. Baskı, Ankara, 1991
- Erdoğan Aylin, **Türkiye’de KOBİ’lerin Finansmanında Risk Sermayesinin Rolü ve Önemi**, Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü Bankacılık Anabilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul 2001



Erol Cengiz , " Faizsiz Kredi Modeli. Venture Capital Finansman Modeli" **Bankacılar Dergisi**, S.8, Nisan 1992, s.28

Erolgaç Yılmaz, **Profesyonel Para Yönetimi**, İstanbul: İnkilap Kitabevi,1993

Ertuna Caner, Türkiye’de Risk Sermayesi Sistemi, **Mevzuat Dergisi**, <http://www.yaklasim.com/mevzuat/dergi/makaleler/199311147.htm>, (Erişim Tarihi: 31.08.2010)

Esen Adem ve Kemalettin Çonkar, Orta Anadolu (Konya, Kayseri, Sivas ve Tokat) Girişimcilerinin Sosyo-Ekonomik Özellikleri, **İşletmecilik Anlayışları ve Beklentileri Araştırması**, Konya Ticaret Odası Yayın No:18, 1999

Eser Serdar, **Küçük ve Orta Boy İşletmelerin Sermaye Piyasasından Finansmanı ve Risk Sermayesi**, Ankara, SPK Yayınları,1990

Fettahoğlu Abdurrahman, **Riziko Sermayesi Finansı Koşulları ve İşleyişi**; KOSGEB Başkanlığı Trabzon 1992

Folta Paul , “The Rise of Venture Capital in China”, **The China Business Review**, Kasım/Aralık Sayı: 26.,1996,s.6

George Kozmetsky , Michael D. Gill, Jr., Raymond W. Smilor. **Financing and Managing Fast-Growth Companies**. The Venture Capital Process. 1985, s.67-68

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, Seri: VI, No: 15, 20/3/2003 tarihli ve 25054 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.

Gücelioğlu Ömer. **Küçük Ölçekli işletmelerin KOSGEB'den Beklentileri**, TESAR, No: 13, Ankara, 1994

İşeri Müge, **Risk Sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, İstanbul: Türkmen Kitabevi, , 2001

İşeri Müge. **Girişim sermayesi ve Türkiye’deki Geleceği**, Türkmen Kitabevi, İstanbul, 2000

İzmirlioğlu Akın, **KİT ve Özelleştirme Politikaları AB Müktesebatının Üstlenilmesine İlişkin Türkiye Ulusal Programı**, TC. Devlet Planlama Teşkilatı Müsteşarlığı Yayınları, 2000

Kaya Rahmi, ‘Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama İmkanları’, **Hazine ve Dış Ticaret Müsteşarlığı Yeterlilik Etüdü**. Ankara,1992, s.28

Kaya Rahmi, **Bir Finansman Modeli Olarak Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama İmkanları**, Hazine Dış Ticaret Müsteşarlığı Yeterlilik Etüdü, Ankara,1992

Kocaman Berna, **Finansal Açından Factoring**, Ankara: Özgü Yayınları, 1991

Kuşu Tayfun, : “Finansman Yöntemi Olarak Risk sermayesi”, **Yönetim ve Ekonomi**, Cilt 11, Sayı 2, 2004

Kuğu Tayfun, **Girişimcilik Finansmanında Girişim sermayesi ve Türkiye Üzerine Uygulamalar**, Celal Bayar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi, 2005

Leibowitz Alisa, “Strong Technology Gives Punch to Israeli Venture Capital Market”, **Venture Capital Journal**, Temmuz Sayısı,2000,s.77

Long Mark, **Financing The New Venture**, NY, Adams Media Corporation,2000

Müftüoğlu Tamer; **Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi İşletmeleri**, Konrad-Adenouer Vakfı, Ankara 1989

Olcaç Merih, **Gümrük Birliği Sürecinde Mali Yardımların KOBİ'lere Etkisi**. Vakıfbank Yayınları. Ankara. 1996

Parasız İlker, Kemal Yıldırım, **Uluslararası Finansman Teori ve Uygulama**, 1.Baskı, Bursa: Ezgi Kitabevi, 1994

Richer Gunter, "Venture Capital" 30 Haziran-5 Temmuz 1985 Tarihli Konferansı İzmir/Çeşme, s. 129.

Risk Sermayesi , **Girişimci Merkezi Finans**, [https:// www.turkticaret.net/business\\_center/haber.php?id=124](https://www.turkticaret.net/business_center/haber.php?id=124) (25 Ağustos 2010).

Rodoplu Gültekin, **Para ve Sermaye Piyasaları**, Isparta :Tuğra Ofset, 2002

Rodoplu Gültekin, **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, 1 .Baskı, İstanbul, Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı,Yayın No: 459- 692, Yayılım Matbaası, 1993

Sarıaslan Halil, , “Risk Sermayesi Finansman Modeli ve Türkiye’de Uygulama Olanakları”, **ASO Dergisi**, Ekim 2002, s.23

Sarıaslan Halil, “Gümrük Birliğine Giren KOBİ’lerin Finansman Sorunları ve Çözüm Önerileri Sempozyumu” 9 Kasım 1995, **Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi**, Yıl:3, Sayı: 12,1995,s.13

Sarıaslan Halil, Venture Capital Finansman Modeli ve Türkiye'de Uygulama Olanakları, **ASO Dergisi**, Nisan(1992) S.1

Sermaye Piyasası Kanunu 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun ekiyle 14/A maddesi Sermayesi”, **İzmir Ticaret Odası**, Mart 2005, s.11-12

SMUH, **Girişim Destekleme Ajansları: İş Yaratmanın Güçlü Bir Aracı**, Tınaz Titiz- Sistem Mühendisliği Uygulama Hizmetleri,2001,s.3 [http://www.tinaztitiz.com/dosyalar/Yerel\\_Gelisim\\_Araclari/Girisim\\_Ajansi-TA01.pdf](http://www.tinaztitiz.com/dosyalar/Yerel_Gelisim_Araclari/Girisim_Ajansi-TA01.pdf) (Erişim Tarihi, 31.08.2010)

Soydemir Selim, “Risk Sermayesi,” **Ekonomik Yaklaşım Dergisi**, Ankara:Gazi Üniversitesi, İktisat Bölümü, Cilt: 4, Sayı: 11, 1994, s. 75-98.

Takım, Ana Sayfa, <http://www.turkvca.org/tr/team.htm> (Erişim Tarihi: 31.08.2010)

Taymaz Erol, Ulusal Yenilik Sistemi: Türkiye İmalat Sanayinde Teknolojik Değişim ve Yenilik Süreçleri, Ankara: TÜBİTAK/TTGV/DİE Ortak Yayın,2001

Terzioğlu Tosun, **AR-GE: Ülke Kaynaklarının Tahsisinde Birincil Öncelik, Eğitim-Öğretim ve AR-GE'ye Verilmelidir**, İşveren, TİSK, Cilt: XXXIV, Sayı 11, Ankara, Ağustos 1996

Toroslu Vefa, “Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Activeline Dergisi**,2000, Sayı:2,s.14

Toroslu Vefa,“Risk Sermayesi Finansman Modeli”, **Activeline Dergisi**, Sayı:2, 2000,s. 116

Tuncel Kürsat, **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, Ankara: SPK Yayınları, 2000

Tuncel Kürşat, **Risk Sermayesi Finansman Modeli Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi**, SPK, Yayın No: 19. Ankara. 1995

Tuncel Kürşat, **Risk Sermayesi Finansman Modeli**, SPK Yayını, Yayın No:37 Ankara, 1996

TUSİAD, **Özelleştirme. KİT'lerin Halka Satışında Başarı Koşulları**, Yayın No:TUSİAD-T/ 86.5.88), İstanbul, 1986

Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, **KOB Küçük ve Orta Ölçekli Sanayicinin El Kitabı**, İstanbul: TMMOB Yayınları, 1999

Türkcan Ergün, "Küçük Girişimci Sermayesi (Venture Capital) Hakkında", **Para ve Sermaye Piyasası Dergisi**, Sayı 93, Kasım 1986, s. 15

TÜSİAD, **Türkiye’de Girişimcilik İle İlgili Sorunlar ve Çözümler**, TÜSİAD Yayınları, İstanbul, 1987

Uzunoğlu Sadi, Yeniliğin Finansmanı; Risk Sermayesi; **Trend Dergisi** 1 Ekim 1994, s.39-41. (Sayı 39).

Venture Economics, “About Venture Capital”  
<<http://www.ventureeconomics.com/about.pdf>>,(25.08.2010)

Yaslıdağ Beyhan, **Kredi Derecelendirme Sistemi**, İstanbul: Literatür Yayınları, 2007

Yenidünya Seçkin Tuna, **Risk Sermayesinin Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı Finansal Piyasalar Ve Yatırım Yönetimi Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, İstanbul,2006

Yılıgör Ayşegül, “Risk Sermayesi ve Türkiye Açısından Önemi”, **Hazine Dergisi**, Sayı 1, 1996, s.85

Yılmaz Burhan, **Avrupa Birliği Sürecinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmelerin Ekonomideki Yeri ile Finansman Sorunları ve Denizli Örneği** Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Pamukale Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, 2002

Yolaş Serap: **Risk Sermayesinin Türkiye’de ve Afyon İlinde Uygulanabilirliği**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Ana Bilim Dalı Yüksek Lisans Tezi, Afyon, 2002

Zaimoğlu Tülay, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, 1. Baskı, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayım No:19, Pelin Ofset, 1995

Zaimoğlu Tülay, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulama Olanakları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 2.baskı, Ankara, 2001

Zaimoğlu Tülay, **Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulaması Olanakları**, SPK Yayınları No: 19, Ankara, 2001