

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS
PROGRAMI

KÜRESEL ÖLÇEKTE MELEK YATIRIMCILIĞIN
GELİŞİMİNİN İNCELENMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Alp Abdullah ÇERÇİ

1150Y75106

İstanbul, 2014

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS ANABİLİM DALI
ULUSLARARASI BANKACILIK VE FİNANS YÜKSEK LİSANS
PROGRAMI

KÜRESEL ÖLÇEKTE MELEK YATIRIMCILIĞIN
GELİŞİMİNİN İNCELENMESİ

Yüksek Lisans Tezi

Alp Abdullah ÇERÇİ

1150Y75106

Danışman: Doç. Dr. Esin OKAY

İstanbul, 2014

T.C.
İSTANBUL TİCARET ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ONAY SAYFASI

Yüksek lisans öğrencisi ‘...Alp...Abdullah...ÇERÇİ.....’nin
“Küresel...Ölçekte...Melek...Yatırımcılığı...^{Gelişiminin İncelenmesi}” konulu tez çalışması jürimiz tarafından
V...Bankacılık... Yüksek Lisans Tezi olarak (oybirliği / oyçokluğu ()) ile
başarılı bulunmuştur.

Adı- Soyadı

İmza

Tez Danışmanı :

Prof. Dr. Esin OKAY



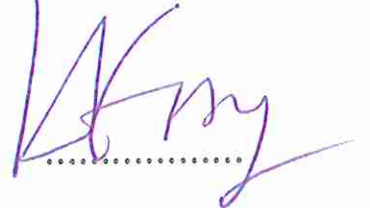
Jüri Üyesi:

Prof. Dr. Yuruf TUNA



Jüri Üyesi:

Yrd. Doç. Dr. Hilal Eray



Hazırlamış olduğum tez özgün bir çalışma olup YÖK ve İTİCÜ Lisansüstü Yönetmeliklerine uygun olarak hazırlanmıştır. Ayrıca, bu çalışmayı yaparken bilimsel etik kurallarına tamamıyla uyduğumu; yararlandığım tüm kaynakları gösterdiğimi ve hiçbir kaynaktan yaptığım ayrıntılı alıntı olmadığını beyan ederim. Bu tezin ihtiva ettiği tüm hususlar şahsi görüşüm olup İstanbul Ticaret Üniversitesinin resmi görüşünü yansıtmamaktadır.

ÖZET

Yeni ve yaratıcı küçük firmaların sermayeye ulaşmaları borç veya banka kredisi yoluyla olmaktadır. Son ekonomik krizlerden önce bile, bankalar küçük ve genç firmalara, algılanan riskleri ve teminat gösterememeleri dolayısıyla kredi vermekten kaçınılmaktaydılar. Finansal krizler sonrası, bankaların riski daha düşük olan girişim sermayesi geç evresine sağladıkları kredi ile çekirdek ve erken evre arasındaki sermaye açığı daha da büyümüştür.

Çoğunlukla deneyimli girişimciler ve işadamı olan melek yatırımcılar, çekirdek ve erken evre firmaları için önemli bir sermaye kaynağı olarak tanınmaya başlanmışlardır. Girişim sermayesinin erken evreye yaptığı yatırımların giderek azalmasıyla, kişisel melek yatırımlarla girişim sermayesi arasındaki fark dramatik bir şekilde artmıştır. Diğer meleklerle birlikte gruplar ve sendikalar şeklinde birleşen melek yatırımcılar, erken evre sermayesi arayan firmalar için toplam alım büyüklüğünü artırarak yatırım yapmaya başlayarak bu sermaye açığını kapatmayı öngörmüşlerdir.

Melek yatırımcılığın varlığı pratik olarak yüzyıllardır bilinmesine rağmen, melek yatırımcı kavramı hızlı büyüyen firmalar için güçlü bir sermaye kaynağı olarak A.B.D. ve Avrupa'da son birkaç on yılda ortaya çıkmıştır. Dünyada diğer bölgelerde de hızla büyüyen bir yatırım sektörü olmuştur. Sadece büyümekle kalmayıp, melek grupları ve melek ağları yoluyla, daha kurumsal ve organize bir hale gelmişlerdir. Sağladıkları maddi kaynağa ilaveten, kişisel ağlar ile sosyal amaçlı yatırımlara da yönelik olmak üzere, yenilikçi girişimlere operasyonel ve stratejik danışmanlık yapmakla anahtar rol oynamaktadır.

Anahtar Kelimeler: Melek Yatırımcılık, Risk Sermayesi, Avrupa'da Melek Yatırımcılık, A.B.D.'de Melek Yatırımcılık, Girişimcilik.

ABSTRACT

Access to finance for new and innovative small firms involves both debt and equity finance. Even before the recent financial crisis, banks were reluctant to lend to small, young firms due to their perceived riskiness and lack of collateral. The financial crisis widened the existing gap at the seed and early stage with bank lending to falling start-ups and venture capital firms moving to later investment stages where risks are lower.

Angel investors, who are often experienced entrepreneurs or business people, have become increasingly recognised as an important source of equity capital at the seed and early stage of company formation. With fewer and fewer venture capitalists investing at the early stage, the equity funding gap between individual angel investment and venture capital has grown dramatically. Angel investors have sought to fill this gap by investing with other angel investors through groups and syndicates, increasing the total deal size for companies seeking early-stage financing.

While angel investment has existed in practice for centuries, the concept of angel investors as a powerful source of financing for high-growth companies has emerged over the past couple of decades in the United States and Europe and is rapidly growing in other regions around the world. The angel investment sector is not only growing, but it is becoming more formalised and organised through the creation of angel groups and networks. In addition to the money provided, angel investors play a key role in providing strategic and operational expertise for new ventures as well as social capital

Key Words: Angel Investment, Venture Capital, Angel Investment in Europe, Angel Investment in U.S.A., Entrepreneurship.

ÖNSÖZ

Tez çalışmam boyunca, yardımlarını ve görüşlerini benden hiç esirgemeyen, içtenlikle yaptıklarımın arkasında duran ve benimle gurur duyduğuna inandığım, kendisini hayatımın birçok alanında örnek aldığım Değerli danışman hocam sayın Doç. Dr. Esin Okay'a teşekkürü bir borç bilirim.

Tez jürimde bana fikirleriyle aydınlık bir yol açan hocalarıma içtenlikle teşekkür ederim.

Yüksek lisans eğitimime onay verip bu çalışmayı ortaya koyabilmeme yardımcı olan Değerli Hocam Sayın Prof. Dr. Bülent Pamukçu'ya sonsuz teşekkür ederim.

Hayatım boyunca benden desteklerini maddi ve manevi olarak hiçbir zaman esirgemeyen Annem ve Babam'a teşekkür ederim.

Çalışmam için kaynak arayışında ve tez başlangıcımı yapmamda çok büyük yardımları olan manevi hocam emekli Doç. Dr. Nevin Kaptanoğlu'na ayrıca teşekkürlerimi sunarım.

Bu çalışma her an yanımda olan canım aileme armağanımdır.

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

| | |
|--|----|
| Tablo 1. 2009 Yılı Risk Sermayesi ve Melek Yatırımlarının Karşılaştırması..... | 10 |
| Tablo 2. Bazı AB Ülkesi İş Melekleri Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı..... | 11 |
| Tablo 3. 2010 Yılı Avrupa ve ABD Endüstriyel İstatistiklerinin Özeti..... | 13 |
| Tablo 4. A.B.D.'deki Melek Finansmanının Yatırım Evrelerine Göre Dağılımları..... | 15 |
| Tablo 5. A.B.D.'eki 2012 ve 2013 İlk Yarıyıl (1.Ve 2.Çeyrek) Yatırımlarının Evrelere Göre Dağılımı..... | 16 |
| Tablo 6. A.B.D.'deki 2013 Yılı İlk Yarısındaki Çekirdek ve Başlangıç Evresi Melek Yatırım Analizi..... | 16 |
| Tablo 7. Bazı Avrupa Ülkelerindeki Melek Pazarının Yatırım Evrelerine Göre % Dağılımı..... | 17 |
| Tablo 8. Melek Yatırımların Getiri Tahminleri ve Yatırım Süreleri..... | 24 |
| Tablo 9. Girişim Evrelerine Göre Özel Girişim Sermayesi Getiri Oranı Tahminleri..... | 25 |
| Tablo 10. İngiltere İş Meleklerinin Çıkış Şekline Göre Getiri Oranları..... | 29 |
| Tablo 11. A.B.D. Meleklerinin Çıkış Şekline Göre Yıllık Net Getiri Oranları..... | 29 |
| Tablo 12. İngiltere'deki Formal Risk Sermayesi ve Melek Yatırım Getirilerinin Karşılaştırılması..... | 30 |
| Tablo 13. Keiretsu Melek Yatırım Getirilerinin S&P500 ve NASDAQ Bileşik İndeksi ile Karşılaştırması..... | 31 |
| Tablo 14. Ortalama Kazanç Çarpanı ve Zaman Verileriyle Yapılan Getiri Sonuçları..... | 32 |
| Tablo 15. İngiltere ve A.B.D. Melek Gruplarının Performans Değerlerinin Karşılaştırması..... | 34 |
| Tablo 16. A.B.D. Melek Yatırımlarının İş Kollarına Göre Yıllık Net Getirileri..... | 35 |
| Tablo 17. 1984-2008 Arasındaki A.B.D. Risk Sermayesi Fonlarının Getirisi..... | 41 |
| Tablo 18. 1984-2008 Arasındaki A.B.D. Risk Sermayesi Getirilerinin Kamu Borsası ve Diğer Borsa Verilerine İndekslenmiş Getirileri..... | 42 |
| Tablo 19. A.B.D. Risk Sermayesi 1968-1998 Yılları Arasındaki İlk Hisse Arzı Çıkışı Ortalama Getirisinin Yatırım Evrelerine Göre Dağılımı..... | 43 |
| Tablo 20. A.B.D. Risk Sermayesinin Hedeflediği Yıllık Getiri Oranları..... | 44 |
| Tablo 21. Profesyonel Risk Sermayesi Gerçek Getirileri..... | 44 |
| Tablo 22. Risk Sermayesinin A.B.D.'deki Yıllık Getirisi (1988-1998)..... | 45 |
| Tablo 23. 1980-2012 Yılları Arasındaki Avrupa Risk Sermayesi Fonları Horizon Getirileri..... | 47 |
| Tablo 24. Avrupa ve A.B.D. için 1980-2012 yılları arası risk sermayesi fonları getirileri..... | 48 |
| Tablo 25. Avrupa'daki İş Meleği Ağlarının Ülkelere Göre Dağılımı..... | 52 |

| | |
|---|-----|
| Tablo 26. Portföy Çeşitlendirilmesi Yapan Meleklerin Kar Dağılımı..... | 81 |
| Tablo 27. A.B.D.'deki Melek Yatırımların İş Kollarına Göre Dağılımları..... | 91 |
| Tablo 28. Ünlü Şirketlerin Gelişmesinde Melek Yatırımcıların Rolü..... | 96 |
| Tablo 29. Sektöre Göre İş Meleklerinin Yaptıkları Yatırımlar (Yüzde Olarak)..... | 97 |
| Tablo 30. Fransa'da İş Melekleri Ağlarının Temel Verileri (2010)..... | 98 |
| Tablo 31. Fransa'da İş Meleği Yatırımları (2010)..... | 98 |
| Tablo 32. Almanya'da İş Melekleri Ağlarının Temel Verileri (2009)..... | 99 |
| Tablo 33. Almanya'da İş Meleklerinin Ağlara Yaptığı Yatırımlar..... | 100 |
| Tablo 34. Yatırım Değerleri Ve İşlem Sayısı 2007-2010..... | 100 |
| Tablo 35. Görünen İş Melekleri Marketinin Verileri (2010)..... | 101 |
| Tablo 36. Hollanda'da İş Melekleri Ağlarının Temel Verileri (2009-2010)..... | 102 |
| Tablo 37. Hollanda'da İş Melekleri Ağlarına İş Meleklerinin Yaptığı Yatırımlar..... | 103 |
| Tablo 38. Polonya'da Görünen İş Meleklerinin EBAN Verileri..... | 104 |
| Tablo 39. İspanya'da İş Melek Ağları (2010)..... | 104 |
| Tablo 40. İsveç'te İş Melek Ağları (2010)..... | 106 |
| Tablo 41. İsveç'te İş Melekleri Yatırım Türleri ve Hacimleri..... | 106 |
| Tablo 42. İngiltere'de İş Melek Ağlarının Temel Verileri (2010)..... | 107 |
| Tablo 43. İngiltere'de İş Meleklerinin Ağlara Yaptığı Yatırımlar..... | 107 |
| Tablo 44. Melek Gruplarının Tek Başına Ve Ortak Yatırımlardaki Hisse Alım Büyüklüğünün Son Yıllardaki Dağılımı..... | 108 |
| Tablo 45. A.B.D.'deki Toplam Melek Yatırım Miktarı ve Yatırım Alan Girişimci Sayısının Yıllara Göre Dağılımı..... | 109 |
| Tablo 46. Risk Sermayesi ve Melek Yatırım Hisse Büyüklüğü Aralıkları | 117 |
| Tablo 47. 1980-1988 Yılları Arasında A.B.D. Risk Sermayesinin Girişim Evrelerine Göre Yaptıkları Yatırımların Dağılım Oranları | 119 |
| Tablo 48. Risk Sermayesinin A.B.D.'de 1988-1998 Yılları Arasındaki Büyümesi | 119 |
| Tablo 49. 2000-2010 Yılları A.B.D. Risk Sermayesi ve Melek Yatırımları | 120 |
| Tablo 50. Melek Yatırımcılar ve Risk Sermayedarlarının Yatırımcı Karakteristikleri | 126 |
| Tablo 51: A.B.D. ve İngiltere Meleklerinin Yatırım Kriterleri | 131 |
| Tablo 52. Scorecard Metodunda Kullanılan Faktörlerin Değerlendirilmesi | 136 |
| Tablo 53. Belli Bir Yatırım Süresi İçinde İstenen Kazanç Çarpanı ile Zaman İlişkisi | 140 |
| Tablo 54. 25 Başvurunun Yüzde Olarak Endüstriyel Dağılımı..... | 148 |
| Tablo 55. Türkiye'de Yatırım Yapması Beklenen Lisanslı Melek Yatırımcılar..... | 150 |

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

| | |
|---|-----|
| Şekil 1. Amerika'daki Melek ve Risk Sermayesi Yatırımlarının 2012 Yılı Karşılaştırması..... | 14 |
| Şekil 2. Bir Firmanın Geçirdiği Temel Aşamalar..... | 18 |
| Şekil 3. A.B.D. Ve İngiltere'deki Melek Yatırımlarının Getirileri..... | 34 |
| Şekil 4. Müteakip Alımların Getiriye Etkisi..... | 37 |
| Şekil 5. Girişimci Tecrübesinin Getiriye Etkisi..... | 37 |
| Şekil 6. Yatırım Değerlendirmesi Zamanının Getiriye Etkisi..... | 38 |
| Şekil 7. Yönetim Kurulunda Bulunmanın Etkisi..... | 38 |
| Şekil 8. Endüstriyel Tecrübenin Getiriye Etkisi..... | 39 |
| Şekil 9. Risk Sermayesi Getirileri..... | 46 |
| Şekil 10. Melek Ağı Yoluyla Girişimci ve İş Meleşini Buluşturma..... | 57 |
| Şekil 11. Bir Firmanın Gelişim Evrelerine Göre İçerdiği Risk ve Finansman Kaynakları..... | 72 |
| Şekil 12. A.B.D.'deki Melek Gruplarının Son Üç Yıldaki Sektörel Yatırımları..... | 91 |
| Şekil 13. A.B.D.'deki İlk Üç Büyük Sektöre Ait Melek Yatırım Hisse Büyüklükleri..... | 93 |
| Şekil 14. İngiltere'deki İş Melekleri Yatırımlarının 2013 Yılı Sektörel Dağılımı..... | 94 |
| Şekil 15. İspanya'da İş Melek Ağının Gelişimi..... | 105 |
| Şekil 16. A.B.D. Melek Yatırımcıların Diğer Yatırımcılarla Ortak Yatırım Yaptıklarında Hisse Alım Büyüklükleri..... | 109 |
| Şekil 17. A.B.D. Melek Ve Melek Gruplarının Hisse Alım Büyüklükleri..... | 110 |
| Şekil 18. A.B.D.'deki Yatırımların Bölgesel Dağılımları..... | 111 |
| Şekil 19. Bir Girişimin Yatırım Evrelerine Göre Finansmanı..... | 112 |
| Şekil 20. Kuluçka Merkezlerinin Gelişmesi Modeli..... | 115 |
| Şekil 21. Girişimci Erken Evre Fonlaması Sistemi..... | 116 |
| Şekil 22. Tipik Bir Melek Grubunun Yatırım İşlemleri..... | 128 |
| Şekil 23. Likidite Zamanı ile Getiri Oranı İlişkisi..... | 140 |

KISALTMALAR

A.B.D.: Amerika Birleşik Devletleri

AB: Avrupa Birliği

ACA: Angel Capital Association

ACEF: Angel Capital Education Foundation

AIPP: Angel Investor Performance Project

B.B.A.A.: British Business Angels Association

BKY: Bireysel Katılım Yatırımcısı

C.: Cilt

CSES: Centre for Strategy & Evaluation Services

CVR: Center for Venture Research

EBAN: The European Trade Association for Business Angels

EIF: European Investment Fund

ESBAN: Red Espanola de Business Angels

EVCA: European Venture Capital Association

KOBİ: Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler

LTD: Sınırlı Sorumlu Şirket(Limited)

MIT: Massachusetts Institute of Technology

NASDAQ: National Association of Securities Dealers Automated Quotations

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

S&P: Standard & Poor's

s.: Sayfa

S.: Sayı

| | |
|---|-------------|
| ONAY SAYFASI..... | ii |
| ÖZET..... | iii |
| ABSTRACT..... | iv |
| ÖNSÖZ..... | v |
| TABLolar LİSTESİ..... | vi |
| ŞEKİLLER LİSTESİ..... | viii |
| KISALTMALAR..... | ix |
| GİRİŞ..... | 1 |
| 1. MELEK YATIRIM PAZARININ GELİŞMESİ VE YATIRIM EVRELERİ..... | 9 |
| 1.1. Melek Yatırımcılık ve Evreleri..... | 17 |
| 1.1.1.Melek yatırım performans özellikleri..... | 20 |
| 1.1.1.1. Melek yatırımların getirileri..... | 24 |
| 1.1.1.2. Melek yatırımcıların getiri oranlarını etkileyen faktörler..... | 35 |
| 1.1.1.3. Formal risk sermayesi yatırımlarının getirisi..... | 39 |
| 1.1.2.Melek Yatırımcılık Prosedürleri..... | 48 |
| 1.1.2.1. Melek yatırım ağları..... | 51 |
| 1.1.2.2. Melek yatırım ağlarının kuruluşu ve faydaları..... | 52 |
| 1.1.2.3. Melek yatırım ağlarının finansmanı..... | 54 |
| 1.1.2.4. Melek yatırım ağlarının verdiği hizmetler..... | 54 |
| 1.1.2.5. Uluslararası melek yatırım ağı faaliyetleri..... | 60 |
| 1.1.2.6. Melek grupları ve sendikaları..... | 62 |
| 1.1.3.Melek yatırımcılıkta risk ve kar /zarara etki eden faktörlerin incelenmesi..... | 70 |
| 1.1.3.1. Melek yatırımcılığın riskleri..... | 71 |
| 1.1.3.2. Melek yatırımcılıkta kar ve zarar..... | 77 |
| 1.1.4.Melek Yatırımcılığın Artıları ve Eksileri..... | 84 |
| 1.1.5.Girişimci Melek yatırımcı ilişkisi..... | 86 |
| 1.2. Melek Yatırım Alanları..... | 90 |
| 1.3. Melek Yatırımın Tarihçesi..... | 95 |
| 1.4. Dünyada Melek Yatırımcılık..... | 97 |
| 1.4.1.Avrupa’da Melek Yatırımcılık..... | 97 |
| 1.4.1.1. Fransa’da iş melekleri..... | 98 |
| 1.4.1.2. Almanya’da iş melekleri..... | 99 |
| 1.4.1.3. İtalya’da iş melekleri..... | 100 |
| 1.4.1.4. Hollanda’ da iş melekleri..... | 101 |
| 1.4.1.5. Polonya’da iş melekleri..... | 103 |

| | |
|--|------------|
| 1.4.1.6. İspanya’da iş melekleri..... | 104 |
| 1.4.1.7. İsveç’te iş melekleri..... | 105 |
| 1.4.1.8. İngiltere’de iş melekleri..... | 106 |
| 1.4.2. Amerika’da Melek Yatırımcılık..... | 108 |
| 1.5. Finans Sisteminde Melek Yatırımcılık ve Yeri..... | 111 |
| 1.5.1. Girişimci sermayesi..... | 116 |
| 1.5.2. Risk sermayesi..... | 116 |
| 2. MELEK YATIRIM VE MELEK YATIRIMCILIK..... | 121 |
| 2.1. Melek Yatırımcının Demografik Yapısı..... | 122 |
| 2.2. Melek Yatırımcı Tipleri..... | 124 |
| 2.3. Melek Yatırımcının Karakteristik Özellikleri..... | 126 |
| 2.4. Melek Yatırımcının Operasyonel Özellikleri..... | 127 |
| 2.4.1. Yatırım öncesi faaliyetler..... | 127 |
| 2.4.1.1. Proje seçimi ve yatırıma karar verme süreci..... | 127 |
| 2.4.1.2. Meleklerin yatırım kriterleri..... | 129 |
| 2.4.1.3. Yatırım risklerinin finanse edilebilirliğinin değerlendirilmesi..... | 132 |
| 2.4.2. Yatırım değerlemesinde kullanılan yöntemler (nakit akışı öncesi değerlemeleri)..... | 133 |
| 2.4.3. Müzakere ve Kontrat yapılması..... | 141 |
| 2.4.4. Meleklerin yatırım sonrası faaliyetleri..... | 142 |
| 2.4.5. Çıkış..... | 143 |
| 3. TÜRKİYE’DE MELEK YATIRIMCILIK..... | 144 |
| 3.1. Melek yatırımcılara sağlanan avantajlar..... | 145 |
| 3.1.1. Gelir vergisi kanunu ve yönetmeliğe göre vergi indirimleri..... | 145 |
| 3.1.1.1. %75 vergi indirimi..... | 145 |
| 3.1.1.2. %100 vergi indirimi..... | 145 |
| 3.1.2. Vergi indirimleri ve maksimum kesinti tutarı için geçerlilik süresi..... | 146 |
| 3.1.3. Vergi kesintisinden yararlanma koşulları..... | 146 |
| 3.2. Yönetmeliğe göre melek yatırımcı olmak için yeterlilik..... | 147 |
| 3.2.1. Gerçek kişi olmak..... | 147 |
| 3.2.2. Melek yatırımcı lisansı edinmek..... | 147 |
| 3.3. Türkiye’de Melek Yatırımın Dağılımı..... | 147 |
| SONUÇ..... | 151 |
| KAYNAKÇA..... | 153 |

GİRİŞ

Yeni başlayan ve yaratıcı küçük firmalar için finans kaynaklarına ulaşmak, borç ve öz kaynak bulmak hayati öneme sahiptir. Son yıllardaki finansal krizden önce bile bankalar, henüz fikir aşamasındaki veya erken evredeki, küçük ve genç firmalara, riskli bulduklarından dolayı para vermeye pek gönüllü değillerdi. Finansal krizin artmasıyla risk sermayesi daha az riskli olan ileri aşamadaki firmalara yatırım yapmayı tercih ettiğinden, bu firmaların para bulması daha da zorlaştı.¹ Erken evrede yatırım yapan risk sermayeleri azalırken, bireysel sermaye ve risk sermayesi arasındaki öz kaynak fonlaması açığı dramatik bir şekilde büyüdü. Melek yatırımcılar son yıllarda bu açığı kapatmakta ön planda olmaya başladılar ve hatta aralarında kurdukları iletişim ağları ve sendikalar vasıtasıyla ortak gruplar oluşturarak, çekirdek kuruluş veya erken dönem evresinde finansman arayan küçük ve orta ölçekli şirketlere total bazda daha yüksek miktarlarda finans sağlayabilmektedirler.² Tecrübeli girişimciler veya iş çevresi olarak bilinen melek yatırımcılar, gelişmiş ekonomilerde fikir aşamasında veya erken evredeki şirketler için öz kaynak yaratmada önemi giderek artan bir kaynak olarak tanınmaya başladı.³

İş dünyasında melek yatırımının uzun bir geçmişi vardır.1950 ve 1960'lı yıllardan beri Silikon vadisinde birçok işyerinin kurulmasına öncülük eden ilk yatırımlar bu kaynaktan finanse olmuşlardır.⁴ Silikon Vadisi başarı hikayelerinden olan Google, Amazon.com ve Apple Computer şirketleri risk sermayesinin başarısı gibi görünse de, bu şirketler başlangıç dönemlerinde melek sermayesi ile gelişerek, daha sonra risk sermayesinin yatırım yapmasına uygun hale geldiler. Melekler bu bakımdan da risk sermayesinin önünü açmaya yardımcı olmaktadır.⁵

Melek yatırımcılar genellikle, çekirdek kuruluş veya erken evre aşamasındaki,

¹ EVCA, "Closing Gaps And Moving Up A Gear.The Next Stage Of Venture Capitals Evolution In Europe", **EVCA Venture Capital White Paper**, 2010, ss.3-19

² Darian M. Ibrahim, ""The(Not So)Puzzling Behavior of Angel Investors", **Vanderbilt Law Review**, 2008, C.61, ss.07-16

³ Robert J. Gaston, ""The Scale of Informal Capital Markets ", **Small Business Economics**, 1989, ss. 223-230

⁴ Jeffrey E. Sohl, "The Private Equity Market In The USA:Lessons From Volatility", **Venture Capital:An International Journal Of Entrepreneurial Finance**,2003, C.5, ss.29-46

⁵ Mark Van Osnabrugge ve Robert J.Robinson, **Angel Investing: Matching Start-Up Funds With Start-Up Companies-The Guide For Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists**, 2000, ss.1-448

teknolojik yeniliklere ve yaratıcı fikirlere açık genç firmalara yatırım yapmayı tercih ederler. Başarılı bir iş hayatından gelen tecrübeli kişiler oldukları için, melek yatırımcılar sadece finansman kaynağı olmak yerine, yönetimde aktif rol almak, satış ve pazarlama desteği, personel temini ve eğitimi, kendi sosyal ilişkilerinden yararlanılabilirlik gibi birçok konuda genç ve deneyimsiz girişimcilere destek olurlar.⁶ Bu şekilde hem sağladıkları sermayenin firmanın doğru yönde kısa sürede büyüyerek değerlendirilmesine, hem de içlerinde hala var olan girişimcilik tutkusunu yaşatmayı amaçlarlar.⁷ Hatta birçok melek yatırımcı büyümekte olan eserini gördükçe daha ileri aşamalarında da aynı firmaya yatırım yapmaya devam edebilmektedir. Melek yatırımcılık ile para kazanmak isteyen veya girişimcilik ruhunu genç tutmak isteyen melekler, firma yeterli büyüdüktan sonra sermayelerini başka bir yeni kuruluşa aktararak tekrar bu serüvene başlarlar. Gelişmesi ileri aşamaya geçmiş olan bu firmalardan informal risk sermayesi (melek yatırımcılar) çıkarken, formal risk sermayesi ise riski azalmakta olan ve daha büyük sermayeye ihtiyaç duyan, bu aşamadaki firmaya yatırım yapmayı tercih eder.

Özel işletmelerin finansmanında melek yatırımların aktivitesinin incelenmesi, risk sermayesi yatırımlarına göre, daha az hassasiyetle takip edilebilirliğe sahiptir. Melek yatırımcılar informal yatırımcılar veya grup halindeki iştirakçiler olup, kendi özel birikimlerini kullandıkları için bireysel yatırımcıdırlar. Aynı zamanda, sonucu belirsiz bir yatırım şekli olduğundan sermayeleri risk altındadır ve informal risk sermayesi grubu olarak da adlandırılırlar.⁸

Melek yatırımcılar isimlerine uygun olarak kurumsal veya kayıtlı yatırımcılar olmadıkları gibi, görülmek ve bulunmak da istemezler. Bu yüzden gerçek sayılarını tespit etmek, sermaye katkılarını oluşturan kayıtlara tam anlamıyla ulaşmak ve sağlıklı veriler toplamak çok zordur. Çok sayıda melek grupları ve ağları ile yaygınlaşmış görünseler bile, melek yatırımcıların davranış özelliklerini, ekonomi içerisindeki yatırım ve yaptırım güçlerini saptamak için yapılan araştırmalar daha çok,

⁶ Robert Wiltbank, Stuart Read, Nicholas Dew ve Saras D.Sarasvathy, "Prediction And Control Under Uncertainty; Outcomes In Angel Investing", **Journal Of Bussiness Venturing**, 2009, C.24, ss.116-133

⁷ Melissa S. Cardon, Richard Sudek ve Cheryl Mitteness, "The Impact Of Perceived Entrepreneurial Passion On Angel Investing", **Frontiers of Entrepreneurship Research**, 2009, C.29, ss.1-15

⁸ William Mayfield, "What is informal venture capital and who are angels?", **Kansas Economic Report** 2000, C.28, ss.1-5

yayınlanmamış özel bilgilerin, belli sayıdaki melek yatırımcılarla çeşitli iletişim vasıtalarıyla (telefon konuşmaları, yüz yüze yapılan görüşmeler veya anketler v.b..) sağlanabilen verilerden elde edilen lokal ve dar kapsamlı nitel analizlerdir.⁹

Melek yatırımcılık pazarı düşünülenenden daha büyüktür. 1990'lardaki finansal kriz dışında, son on yıldaki birçok çalışmaya göre, bazı Avrupa ülkelerinde ve ABD'deki toplam melek yatırım miktarının, ortalama risk sermayesi yatırımlarından çok daha fazla olduğu tahmin edilmektedir. Kayıtsız (informal) risk sermayesi olarak bilinen melek pazarının büyüklüğünü kesin olarak belirlemek mümkün olmamakla beraber, 2012 verilerine göre Avrupa'daki toplam melek yatırımların miktarı 5.086 milyar euro ve bunun görünen kısmının ise 509 milyon euro olduğu açıklanmıştır. Avrupa melek pazarının büyüklüğü görünenden 10 kat daha fazladır. 2012 yılında A.B.D.'deki toplam melek yatırımların 17,4 milyar euro civarında ve Avrupa'da ise 5 milyar euro civarında olduğu göz önüne alındığında, Avrupa pazarı hala Amerika pazarının %30'u kadar bir büyüklüğe sahiptir.

Melek yatırımcılık pratikte yüzyıllar boyunca var olmasına rağmen, hızlı büyüme potansiyeline sahip yenilikçi şirketler için güçlü bir finans kaynağı olarak, A.B.D., Avrupa ve dünyanın diğer bölgelerinde son yirmi yıldır ortaya çıkmış ve hızla büyümektedir. Günümüzde pratik işleyişe sahip ve yatırım içerisindeki rolü güçlenerek artan ve her ülkenin kendi şartlarına göre değişen gelişmeler gösteren melek yatırımcılık, önemli bir popülasyona sahip bir finansman kaynağı olarak karşımıza çıkmaktadır. Avrupa'da 26.000 iş meleği ağlar vasıtasıyla çalışmaktadır, ancak toplam melek sayısının 260.000 civarında olduğu tahmin edilmektedir. Amerika'da ise 8,7 milyon akredite melek vardır. Bunlardan 265.000 tanesi aktif melek olup 15.000 tanesi melek grupları vasıtasıyla yatırım yapmaktadır.¹⁰

Melekler sadece büyümekle kalmayıp, ağlar, gruplar, sendikalar kurmak yoluyla daha formal hale gelerek organize olmuşlar ve hatta son yıllarda uluslararası yatırımlara dahi girmeye başlamışlardır. Para sağlamaya ilaveten, yeni yatırımcılara stratejik ve işlevsel

⁹ Colin M. Mason ve Richard T. Harrison, "Measuring Business Angel Investment Activity In The United Kingdom:A Review Of Potential Data Sources", **Venture Capital**, 2008, C.10, ss.309-330

¹⁰ ACA, "Angel Investors-Critical Initiators of Startups and Job Creation", **SEC Advisory Council On Small And Emerging Companies**, 2013, s.15

deneyimleri ile de akıl hocalığı yapan melek yatırımcılar, yeni kurulmakta olan ve gelecek vadettiğine inandıkları firmaların büyüme aşamasına kadar gelişmelerinde anahtar rol oynamaktadırlar. Son yıllarda bireysel melekler birleşerek “melek grupları” ve “sendikalar” oluşturmak suretiyle yatırım yapmanın avantajını yakalamışlardır. Böylece daha iyi yatırım kararları, daha çok miktarlarda pay alımları ve daha yüksek kalitedeki yatırımları birlikte gerçekleştirme şansına sahip olurlar. Grup halinde yatırımlarda her bir meleğin katılım miktarı tek başına yapacağından daha az olacağı için, riskler de paylaşılmış olacaktır. Ayrıca her bir melek elinde kalan parasını daha çok sayıda alım için de kullanma şansına sahip olur.¹¹

Melek yatırım finansmanı, pazar iniş-çıkışından pek etkilenmemektedir. Ancak, yatırımcıların ortam şartlarındaki akışkanlık fazla olduğunda, yatırım yapmaya daha az istekli oldukları gözlenmektedir. Melek yatırımcılar, risk sermayesi sektörüne göre, daha geniş bir sektördeki girişimcileri destekleyebilirler. Sadece teknoloji ağırlıklı endüstriyel firmalara veya hızlı büyüyen sektörlerle değil, gelişmesi daha uzun zamana yayılabilecek firmalara da yatırım yapabilirler. Örneğin, üniversiteler daha çok araştırma-geliştirmeye odaklı, sonucunda olumlu ise ticari değer kazanarak firmalara transfer edilebilecek olan projelere önemli bir potansiyel kaynak oluştururlar. Belirsizlikler ve maliyet yüksekliği nedeniyle böyle projelere melek yatırımcıyı veya risk sermayesini bulmak oldukça zordur. Ancak devlet teşvikleriyle, bazı melek yatırımcılar, üniversiteler ve KOBİ’ler işbirliği sayesinde benzer çalışmalar da yürütülebilmektedirler.¹²

Melek yatırımcılar yüksek net gelire sahip kişilerdir. Yenilikçi ve hızlı gelişmeye açık olan bir firmanın çekirdek ve başlangıç dönemlerine yatırım yaparak, firmanın gelişmesine maddi ve manevi katkıda bulunurlar. Firmanın olgunlaşmasına kadar geçen zamanı sabırla bekledikleri için sabırlı yatırımcılardır. Tecrübeli profesyoneller oldukları için görüş ve yol göstericilikleriyle girişimciye maddi olanak sağlamanın yanında ek faydalar da sunarlar. Yaşadıkları bölgedeki topluma karşı sosyal sorumluluk hissetmeleri ve aynı zamanda yatırım yaptığı firma ve çalışanlarıyla yakın ilişkileri devam ettirmek

¹¹ Paul Stuart ve Geoffrey Whittam, “Business Angel Syndicates: An Exploratory Study Of Gatekeepers”, **Entrepreneurial Finance**, 2010, C.12, ss.241-256

¹² Dirk Czarnitzki ve Hanna Hottenrott, “Financing Constraints for Industrial Innovation: What Do We Know?”, **Department of Managerial Economics, Strategy And Innovation (MSI)**, 2010, ss.3-16

için kendi yörelerinde yatırım yaparlar. Ancak bu geleneksel meleklerden daha fazla tecrübeye sahip olan profesyonel melekler artık uluslararası büyük yatırımlara da girmektedirler. Artık Amerika ve Avrupa'daki formal risk sermayesi, firmaların çekirdek ve başlangıç aşamalarına yatırım yapmaktan çekilmeye başlamışlar, firmanın daha geç aşaması hatta son aşaması olan çıkışa yakın en az riskli safhasında yatırım yapmayı tercih etmeye başlamışlardır. Bu da yeni girişimciler için sermaye açığının yeniden artmasına sebep olmuştur.¹³

Girişimcinin arkadaş, aile ve kendi imkânlarıyla kurmak için gerekli olan 25.000-100.000 dolarlık bir "sevgi parası" yatırımı ile başlattığı işini geliştirmek için, çekirdek/başlangıç aşamasında dışardan yabancı bir sermaye arayışı başlar. Firma henüz bir üretim veya hizmet yaratmadığı ve piyasada ticari bir geçmişe sahip olmadığı için bankalar ve formal risk sermayesi yatırım yapmaya pek yanaşmaz. Belirsizliklerin ve asimetric bilginin en fazla olduğu bu riskli yatırıma melekler talip olur. Bireysel melekler çekirdek aşamasındaki firmanın gerek duyduğu 100-500.000 dolarlık sermayeyi karşılayabilirler ve başlangıç aşamasında girişimciye sadece maddi olarak değil, geçmiş deneyimleriyle de yardımcı olurlar. Bu yüzden koydukları sermayeye "akıllı para "da denir.¹⁴

Dot.com patlamasından sonra,1900'lü yılların sonuna doğru, Silikon vadisindeki yatırımları değer kaybeden formal risk sermayesi, artık çekirdek ve başlangıç aşamalarına yatırım yapmaktan çekilmiş ve daha az riskli olan ileriki aşamalara, genişleme ve son aşamaya, yatırım yapmayı tercih etmişlerdir.¹⁵ Girişimin çekirdek sonrası/erken aşaması olan bu süreçte firmanın ihtiyacı olan 500.000-2 milyon dolar arasındaki sermayenin sağlanmasında bir boşluk oluşmuştur. Bazı süper melekler kişisel olarak veya ağlar vasıtasıyla birleşerek kurdukları bir sermaye havuzundan, daha yüksek miktar olan bu yatırımları karşılayabilmektedirler.¹⁶ Erken dönem risk sermayesi, kuruluş aşamasındaki bir firmanın erken aşamasına yatırım yapmaktan çıkmaya ve daha ileriki aşamalara yatırım yapmaya başladığından beri 2-5 milyon

¹³ OECD, **Financing High Growth Firms: The Role of Angel Investors**, 2011, ss.55-59

¹⁴ R.T. Harrison ve C.M. Mason, "The roles of investors in entrepreneurial companies : a comparison of informal investors and venture capitalists", **Informal Risk Capital In The Uk**, 1992, s.388-404

¹⁵ Jeffrey E. Sohl, "The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments", **Journal of Private Equity**, 2003, ss.7-17

¹⁶ John Freear, Jeffrey E. Sohl ve William Wetzel, "Angels On Angels: Financing Technology-Based Ventures-A Historical Perspective", **Venture Capital**, 2002, ss.275-287

dolarlık bir ikinci sermaye boşluğu daha ortaya çıkmıştır. Bundan sonraki aşamalar şirketin ürün gelişmesinin tamamlanması ve tam kapasite çalışmaya başlaması için gereken sermayedir. Bu ikinci boşluğun doldurulmasında da melek yatırım grupları ve sendikaları erken dönem risk sermayesi gibi davranmaya başlamışlardır. Sermayelerini garanti altına almak için formal risk sermayesi kontrat hükümlerine benzer şartlar koymaya ve yönetici veya danışman çalıştırmaya başlamışlardır.

Melek yatırımcıların birleşerek yatırım havuzu oluşturmalarıyla, sermaye miktarları artık daha ileriki yatırım aşamalarında alım yapabilecek büyüklüklere ulaşmış ve çekirdek aşaması yatırımlarından çıkmaya başlamışlardır. A.B.D.'de ve diğer ülkelerde onların yerini yeni oluşan ve internetten yatırım şekli olan "crowdfunding" grupları doldurmaya hazırlanmaktadır. Bu yöntemle, hayır kurumlarına, yardım kampanyalarına, verilen bir süre içerisinde toplamayı taahhüt edilen miktar para toplanmaya çalışılır. Eğer verilen sürede toplanamaz ise kişilere paraları iade edilir. 2011 yılında A.B.D.'de bu tür organizasyonlarla 1,5 milyar dolar ve 2012'de ise 3 milyar dolar bağış toplanmıştır. Yatırımcılık bazında bu yolla para toplanabilmesi için Amerika'da Obama Hükümeti 2013 sonlarına doğru yeni bir düzenlemeye gitmiştir. 23 Eylül 2013, JOBS Act, Rule 506(c)'ye göre internet veya diğer yayın organlarında yatırım amacıyla teklifler alınabilir. Bu teklifler kayıtlı bir borsa acentesi veya bayisi koordinasyonluğunda yönetilir. Alımlar yıllık 1 milyon dolar ile sınırlıdır. Hisse satışları sadece akredite yatırımcılara yapılabilir. Bu konudaki son düzenlemelerin 2014 yılı içinde tamamlanması beklenmektedir. Avrupa ülkelerinde de birçok ülke düzenlemeler yapmış ve crowdfunding ile yatırım yapabilmektedirler.¹⁷

Melek yatırım ve risk sermayesi yatırımlarının firmadan çıkışları firmanın yöneticilere satışı, daha büyük bir firma tarafından satın alınması veya hisse senedi itfası ile borsaya girmesi ile olur. Melek yatırım daha çok ilk ikisi ile risk sermayesi ise eğer şanslıysa (altın şans), borsa yoluyla çıkış yapar. Ancak her zaman borsa yoluyla çıkış yapmak şansı olmayabilir. Bu bakımdan melekler aslında yatırım yaptıkları firmaları başarıya götürdükleri takdirde hem girişimci, hem kendileri ve hem de risk sermayesini kollayıcı bir etkinlik yaratmış olmaktadır. Gelecekteki başarısı henüz belli olmayan bir şirketin erken dönemine yatırım yapıldığı için yatırımcılar büyük kayıpları da göz önüne almak

¹⁷ K. Wilson ve F. Silva, "Policies For Seed And Early Finance: Findings From The 2012 OECD Financing Questionnaire", **OECD Science, Technology And Industry Policy Papers**, 2013, ss.54-55

zorundadırlar. Bu ilave riski tazmin edebilmek için, melek yatırımcı 3-7 yıl gibi bir süre içinde yatırımının en az 10 katı kadar getiri elde etmek ister. Birçok çalışmadan elde edilen ortalama tahmini getiriler, 5 yıllık bir yatırım süresinde yıllık iç getiri oranının %30 olduğunu göstermiştir.¹⁸ Yatırımcı analizi için daha fazla zaman ayırmış olan ve daha fazla yatırım tecrübesi olan meleklerin getiri oranı daha yüksektir. Ayrıca akıl hocalığı, ağlarla ilişkide olmak, koçluk yapmak ve firma performansını denetlemek gibi faaliyetler de getiri oranını etkileyen faktörlerdir.

Yeni teknolojiler kullanılarak üretilen mal ve hizmetlerin yaratılması ve endüstriyel bazda geliştirilmesinde KOBİ'lerin başlangıç aşaması finansman zorluklarının giderek artmasıyla, hükümetler bazı politikalar geliştirmeye çalışmışlardır. Bilim ve teknoloji parkları 1980'lerde popüler olmaya başlamışlar ancak uzun süreler desteklenmeyi gerektirdiği için kuluçka merkezleri gibi ticari başarıya ulaşmaları umulduğu kadar erken dönemlere yayılamamıştır. Amerika'daki meşhur Research Triangle Park'ın bu günkü seviyeye gelmesi on yıllar almıştır. Bunun yerine, inovasyon firmasının kuruluşunu ve çekirdek aşamasını kolaylaştırmak amacıyla girişimciye fiziki altyapı, ofis alanı ve indirimli destek hizmetleri vererek, stratejik, bürokratik ve kuruluş engellerini minimize etmek amacıyla kuluçka merkezleri kurulmuştur. Kuluçka merkezinin internet ağından yararlanarak firmanın erken evre sermaye arayışına da kolaylık sağlanır. Firmanın kısa sürede aşama kaydetmesinde ve yatırım bulmasında profesyonel yardım hizmeti hemen el altında bulunur. Kuluçka merkezlerinin girişimciler için bilim ve teknoloji parklarından daha verimli olduğu gözlenmiştir. Bunlardan başka yenilikçi girişimlerin ve yüksek teknoloji firmalarının çekirdek ve erken aşama yatırımlarında “Amerikan İdolü” veya “hızlandırıcı” modeli olarak da adlandırılan bir model sunulmuştur. Hızlandırıcının kendi yönetimi çekirdek aşaması için bir firmaya yer ve yönetim hizmeti vermekten başka şirketin resmi kuruluşu, mülakatlar ve başlangıç için uygun yönetici takımını kiralar. İş ve ürün gelişmesinde şirketin takımı ve yardımcısı gibi çalışır. Kendi profesyonelliklerine güvenen bazı risk sermayesi ve melek yatırımcılar kendi hızlandırıcılarını kurarak birçok başlangıç firmasına bu hizmeti verebilirler. Firmayı ikinci aşamaya hazırlayarak uygun alıcılara satarlar. Hızlandırıcılar ve kuluçka merkezleri Uluslararası ilişkilere girebilir ve hatta ülkeleri dışındaki seçmelere katılan takımlar, 3-4 ay süreyle yabancı hızlandırıcılarda

¹⁸ Stephen G. Morrisette, “A Profile Of Angel Investors; An Invisible Driver Of Economic Growth”, **The Journal Of Private Equity**, 2007, ss.52-66

çalışabilirler ve sertifikalarını alırlar. Buralardan yabancı yatırımcılar da hisseler alabilirler.

Bu tez çalışmasında melek yatırımcılık hakkındaki bütün altyapı bilgilendirmesi ile birlikte, ulusal ve uluslararası boyutlarıyla incelenmiştir.

Bu tez çalışmasının ilk bölümünde melek yatırım pazarının gelişmesi ve yatırım evreleri başlığı adı altında genel melek yatırımcı tanımı, girişimci tanımı, melek yatırımcılık olgusunun eksi ve artı yönleri ve dünya çapında melek yatırımcıların sayısal değerleri detaylı bir şekilde verilmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde yatırımcıların ve girişimcilerin demografik yapıları ve melek yatırım süreci içinde geçirdiği evrelere değinilmiştir. Bunun yanında bu bölümde yatırım öncesi evreye de değinilmiştir.

Üçüncü ve son bölümde Türkiye’de melek yatırımcılık anlatılmıştır. Melek yatırımcılık ülkemiz için yeni bir yatırım sistemidir. Bu nedenle yapılan yatırım oranları düşük seviyededir. Ama çalışmada da görüleceği gibi Türkiye’de melek yatırımcılık gelecek için umut vadeden gelişmeler göstermektedir.

1. MELEK YATIRIM PAZARININ GELİŞMESİ VE YATIRIM EVRELERİ

Melek yatırım aslında yeni bir olgu değildir. Kristof Kolomb'un batıya seyahatini İspanya kralı Ferdinand ve eşi İsabel finanse etmiştir. Melek terimi 1900'lı yılların başında Broadway'deki tiyatro ve sanat çevrelerini finanse eden zenginlere verilmiş bir isimdir. Ancak bugün A.B.D.'de "melek yatırımcı", Avrupa'da "iş melekleri" ve Türkiye'de ise " bireysel katılım yatırımcıları"¹⁹ olarak adlandırılan ve genelde hızlı büyüme potansiyeline sahip, genç ve yenilikçi firmaların çekirdek ve erken evre aşamasına yatırım yapan, yüksek net gelire sahip kişiler olarak tanımlanırlar. Dünya'daki melek pazarının gelişmesi Amerika ile başlamış ve daha çok banka odaklı çalışan geleneksel yatırımcılık kültürüne sahip Avrupa ise melek yatırımcılık pazarına daha geç girmiştir. Diğer ülkelere nazaran pazar gelişmesi Amerika ve Avrupa'da daha hızlı olduğu ve daha uzun zamandır verilere dayalı çalışmalarla takip edildiğinden, pazar gelişmesi konusu Amerika ve Avrupa örnekleri ile açıklanmaktadır.

Pratikte asırlar boyu bilinmesine rağmen, yenilikçi ve yüksek teknolojiye sahip ürün veya hizmet geliştirmek üzere, bilhassa A.B.D. ve Avrupa'daki sermaye arayan, kuruluş aşamasındaki genç girişimcilere yaptıkları yatırımlarla, melekler son yirmi yılda dikkati çekmeye başlamışlardır. Yapılan araştırmalara göre melek yatırımcıların sayısı dünyada hızla artmaktadır. Melek yatırımcılar şahsi birikimlerini kullanarak, borsada işlem görmeyen firmalara doğrudan yatırım yaptıkları için, sermaye piyasasında kayıtlı olma zorunlulukları yoktur. Bu yüzden de melek yatırım pazarının gerçek büyüklüğü kesin olarak bilinmemektedir. Son yıllarda yapılan değişikliklerle, melek yatırımcılık yapabilmek için akreditasyon ve melek ağlarına kayıtlı üye olmak şartları getirilmiştir. Ayrıca devletlerin melek yatırım pazarını genişletebilmek ve KOBİ'leri desteklemek için aldıkları diğer bir önlem ise vergi teşvikleri uygulamalarıdır. Bazı devlet/melek yatırımcı veya AB fonları/melek yatırımcı veya formal risk sermayesi ile iştirakli ortaklık halinde yatırımlar da yapmaya başlamışlardır. Bu değişiklikler, bir yandan melek yatırımcılığı teşvik ederek ekonomide yatırım sermayesi yaratmak, diğer yandan da melek yatırımcıların aktivitelerinin kayıt altına alınması açısından faydalıdır.

Tablo 1'de verilen 2009 yılı istatistiklerine bakıldığında kayıtsız meleklerin oranı bu

¹⁹ Resmi Gazete, S.28742, 21.08.2013

gün hala çok fazladır. Örneğin, EBAN, 2012'ye göre Avrupa'daki kayıtlı meleklerin oranı kayıtsızlara göre ancak %10'dur. Bu durum vergi indirimleri ve teşviklerin melekler açısından yeterli bulunmadığı, melek ağlarıyla çalışan melek sayısının çok az olduğu veya meleklerin bazı işlemlerin maliyetinden kaçtıkları şeklinde yorumlanabilir. Avrupa ve A.B.D.'deki görünen melek pazarı ile risk sermayesi yatırımlarının başa baş gittiği ancak Avrupa pazarının A.B.D.'den yaklaşık %30 kadar daha küçük olduğu görülmektedir. Ayrıca risk sermayesi kayıtlı olduğu için, melek pazarı görünmeyen kısmıyla birlikte düşünüldüğünde risk sermayesinden daha büyük bir pazar payına sahiptir. 2012 yılı yatırımları Avrupa'da 5 milyar € sınırını aşmıştır. Finanse edilen şirket sayısı ise 2913'dür. Avrupa ekonomisinde melek yatırımların gücünü gösteren en iyi örnek, melek ağları vasıtasıyla yeni nesil melek yatırımcıların eğitimi, farkındalık programları ve yatırımcı-girişimci(arz-talep)iletişiminin kolaylaşması sayesinde, 17.881 yeni istihdam yaratılmış olmasıdır.²⁰

Tablo 1. 2009 Yılı Risk Sermayesi ve Melek Yatırımlarının Karşılaştırması

| | Melek Pazarı | | | | |
|-----------|----------------|---------------------|------------------------------|-----------------|--------------------|
| | Risk Sermayesi | Melek Pazarı Toplam | Melek Pazarı (Görünen Kısmı) | (Görünen Kısmı) | (Görünmeyen Kısmı) |
| | Milyar \$ | Milyar \$ | Milyar \$ | % | % |
| A.B.D. | 18.3 | 17.7 | 0.469 | 3 | 97 |
| Avrupa | 5.3 | 5.6 | 0.383 | 7 | 93 |
| İngiltere | 1.1 | 0.624 | 0.074 | 12 | 88 |
| Kanada | 0.393 | 0.388 | 0.034 | 9 | 91 |

Kaynak: OECD, *Financing High Growth Firms: The Role of Angel Investors*, 2011, s.45

Melek yatırım sektörü sadece genişlemekle kalmayıp, melek ağları ve sendikasyonlarıyla daha iyi organize olmuşlardır. Birleşerek gruplar halinde daha yüksek miktarlarda hisse alımları yaparlar. Ulusal ağlar birbirleriyle birleşerek uluslararası ağlar kurmuşlar ve ülkelerarasındaki yatırım olanaklarından haberdar

²⁰ EBAN, "The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players", *European Angel Investment Overview*, C.1, 2012, s. 12

olmaya başlamışlardır.²¹ Devletler de bu konuda ortak politikalar üretme ve yasalarını buna göre regüle etme çabalarını sürdürmektedirler. Melek yatırım henüz kurumsal risk sermayesi kadar globalleşmese de, sınırları komşu olan bazı ülkeler, sınır ötesi melek yatırımlar yapmaya başlamışlardır. Avrupa Komisyonu sınır ötesi ve hatta diğer ülkelerle uluslararası yatırım ortaklıklarına girme hazırlıkları amacıyla birçok projeler ve fonlar üretmektedir.

Bazı pilot uygulamalar çerçevesinde girişimci için yatırıma hazırlama programları, melekleri yatırıma teşvik etmek için devlet-özel sermaye ortak yatırımları ve Avrupa Birliği European Investment Fund (EIF) fonuyla ortak yatırım gibi alternatifler kullanılarak KOBİ'lerin erken evre yatırımlarına ve aynı zamanda sınır ötesi yatırımlara da destek verilmektedir. Tablo 2'de az da olsa bazı Avrupa ülkelerinde sınır ötesi ve uluslararası melek yatırımların yapıldığı gözlemlenmektedir. Ayrıca meleklerin ulusal yatırımlarında, Polonya hariç, daha çok melek ağlarının coğrafi olarak yoğun bulunduğu bölgelerde yatırım yapmayı tercih ettikleri görülmektedir.

Tablo 2. Bazı AB Ülkesi İş Melekleri Yatırımlarının Bölgesel Dağılımı

| | Ağın Bulunduğu Bölgede | Aynı Ülkede, Ancak Farklı Bölgede | Avrupa'da Sınır Ötesi | Avrupa Dışında | Bilinmeyen |
|-----------|------------------------|-----------------------------------|-----------------------|----------------|------------|
| Fransa | 84 | 15 | 0 | 2 | 2 |
| Almanya | 50 | 13 | 38 | 0 | 0 |
| İtalya | 70 | 5 | 11 | 4 | 4 |
| Hollanda | 35 | 54 | - | 11 | - |
| Polonya | 0 | 100 | 0 | 0 | 0 |
| İspanya | 95 | 5 | 0 | 1 | 1 |
| İsveç | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| İngiltere | 73 | 23 | 3 | 1 | 0 |

Kaynak: Centre for Strategy & Evaluation Services (CSES), **Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final Report**, Ekim 2012, s.25

²¹ EBAN, "The European Trade Association for Business Angels and Early Stage Investors", **EBAN Annual Report**, C.1, 2008, s.25

Melek yatırımcılığın Avrupa'da yükselmeye başlamasına rağmen EBAN'a göre Amerika'daki aktivitelerin ancak %30'u kadar bir seviyeye ulaşmıştır. KOBİ'lerin istihdam yaratmadaki rolünün anlaşılması, çok büyük sermayeler gerektirmeyen çekirdek ve başlangıç evreleri yatırımlarına verilen destekler sayesinde melek yatırımcılık dünya genelinde hızla artmasına rağmen, 2008 dünya finansal krizini takiben global sermaye pazarının büyümesi 30 yıl kadar geriye gitmiştir.²²

Tablo 3'de Avrupa ve A.B.D.'deki melek yatırımların endüstriden alınan verilere göre bazı istatistiksel karşılaştırmalara yer verilmiştir. Amerika'da toplam akredite melek sayısı 8,7 milyondur. Bunların içinde aktif melek sayısı 265.000 ve melek gruplarıyla birlikte yatırım yapanların sayısı ise 15.000 kadardır.

Yaratılan istihdam sayısı 274.800 olmuştur. Avrupa'daki kayıtlı melek yatırımcı sayısı EBAN(2008)'e göre 75.000 kadar ve toplam yatırım ise 5 milyar € civarındadır. Avrupa'da toplam 260.000 civarında melek olduğu tahmin edilmektedir. Formal ve informal risk sermayesi (melek sermayesi) yatırımları bir firmanın başlangıç, genişleme ve geç evreler olmak üzere her evresini kapsamaktadır. Avrupa ve A.B.D.'de toplam melek yatırım pazarının, bilhassa çekirdek ve erken evre finansmanlarının, geleneksel risk yatırım pazarından daha büyük olduğu belirtilmiştir.

A.B.D.'deki melek yatırımcıların %55-72'si erken evre veya başlangıç evrelerine yatırım yaparlar. Aynı şekilde İngiltere'de de %50-65'i bu evrelerde yatırım yaparlar. İsveç' te ise daha ileriki evrelerde yatırım yaparlar. Ancak son yıllarda formal risk sermayesinin geç evre ve genişleme evresindeki yatırımlarını azaltmasıyla, şirketleşmiş melekler giderek artan oranda bu boşluğu doldurmaktadırlar.²³

²² EBAN, "The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players", **EBAN Activity Report**, C.1, 2011, ss.5-15

²³ John Freear, Jeffrey E. Sohl ve William E. Wetzel Jr., "Angels: Personal Investors In The Venture Capital Market", **Entrepreneurship and Regional Development**, C.7. 1995, ss.85-94

Tablo 3. 2010 Yılı Avrupa ve ABD Endüstriyel İstatistiklerinin Özeti

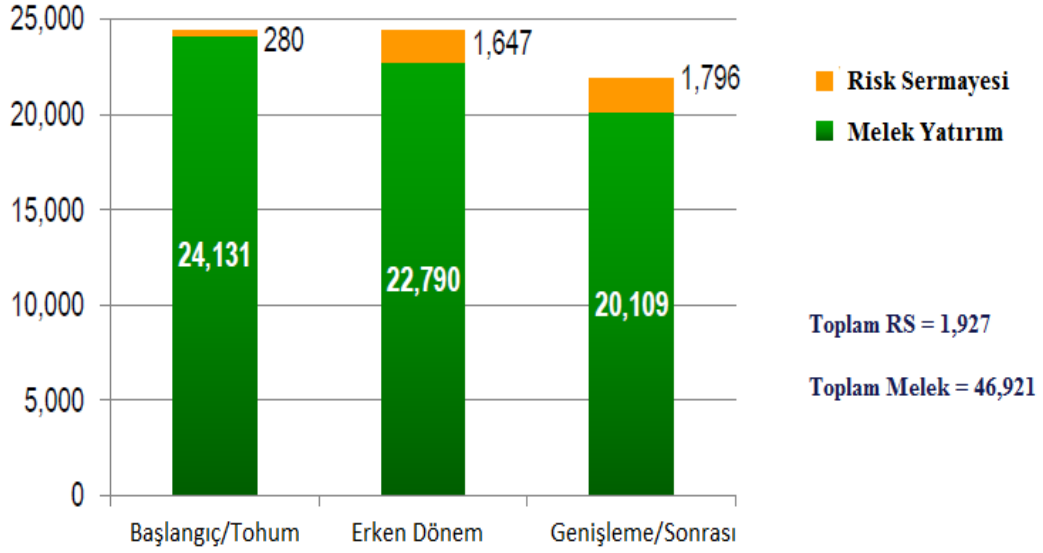
| İstatistikler | Avrupa | A.B.D. |
|--|---------|-----------|
| Ağların Sayısı | 360 | 420 |
| Ticari Kısmı | %20 | - |
| İş Melekleri Sayısı | 75.000 | 265.000 |
| Meleklerin Yatırım Miktarı (M=Milyar) | 3.5 M € | 20.1 M \$ |
| Risk Sermayesi Çekirdek/Başlangıç ve Erken Evre Yatırımları (M=Milyar) | 1.8 M € | 2.5 M \$ |

Kaynak: Francisco Banha, “Giving Wings to New Ideas Trends and Developments in the Angel Market Around the World”, **II International Angel Investor Brazil Summit**, 2012, s.9

Şekil 1. Amerika'daki 2012 yılı risk sermayesi ve melek yatırım verilerini göstermektedir. Çekirdek ve erken evre yatırımlarından 22,9 milyar\$'lık toplam 46.921 hisse alımı yapan meleklerle karşılık, risk sermayesi 26,7 milyar\$'lık toplam yatırım içerisinde sadece 1927 alım yapmıştır. Ayrıca meleklerin genişleme evresinde 20.109 alım yapmalarına rağmen, risk sermayesi alımlarının sayısı sadece 1.796 olmuştur. Risk sermayesinin artık bu evrelerden tamamen çıktığını ve daha büyük miktarlarda sermayeye gerek duyulan geç /genişleme evresini de gene meleklerin finanse ettikleri gözlenmektedir. Bu durum meleklerin artık gruplar halinde birleşerek daha ileri evrelerdeki alımlara büyük miktarlarda yatırım yapabildiklerini göstermektedir.

Amerika'daki melekler başlangıç evresi için gereken sermayenin %90'ını karşılamaktadırlar.²⁴ Bu durumda gelecekte formal risk sermayesinin KOBİ yatırımlarından tamamen çıkabilecekleri veya sadece yatırımdan çıkış için gerekli finansmanı sağlayarak 1-2 yıl içerisinde yatırımlarını nakite çevirmeye çalışacakları ihtimali de düşünülebilir.

²⁴ Jeffrey E. Sohl, “Angel Investors-Critical Initiators of Start-ups and Job Creation”, **Angel Capital Association**, 17.9.2013, s.10



Şekil 1. Amerika'daki Melek ve Risk Sermayesi Yatırımlarının 2012 Yılı Karşılaştırması
Kaynak: Jeffrey E. Sohl, "Angel Investors-Critical Initiators of Start-ups and Job Creation", *Angel Capital Association*, 17.9.2013, s.5

2012 yılında Türkiye'deki melek yatırımcı sayısı 412 ve yatırım miktarı 10,5 milyon € olmuştur. 2012 yılındaki yatırımlarda Türkiye'de %116, Finlandiya'da %42, İrlanda'da %61, İngiltere'de %12 ve İspanya'da %5 artış olmuş, Fransa'da ise %10 düşüş olmuştur.²⁵ Türkiye'de henüz bu konuda yasal düzenlemelerin yeni yapılmış olmasına rağmen, istihdam yaratma ve yüksek teknoloji ürünlerinin geliştirilmesi ve üretilmesinde KOBİ'lerin rolünü ve dolayısıyla da melek yatırımcılığı benimseyen girişimci ve yatırımcıların sayısı hızla artmaktadır.

Tablo 4 A.B.D.'deki melek yatırım pazarının 2010 yılında başlayan tırmanışını 2012'de de istikrarla devam ettirdiği anlaşılmaktadır. Çekirdek ve erken evredeki yatırımların düşmesi her ne kadar girişimciliğin azaldığına işaret etse de 2012 yılındaki toplam melek yatırım miktarı evvelki yıllara göre pek düşüş kaydetmemiştir. Ancak meleklerin daha yüksek meblağlar gerektiren genişleme evresindeki yatırımları da finanse etmeye başladıkları görülmektedir.

²⁵ EBAN, a.g.e., 2012, s.11

Tablo 4. A.B.D.’deki Melek Finansmanın Yatırım Evrelerine Göre Dağılımları

| Yıl | Çekirdek/Başlangıç | Erken | Genişleme |
|------|--------------------|-------|-----------|
| 2010 | %31 | - | - |
| 2011 | %42 | %40 | %15 |
| 2012 | %35 | %33 | %29 |

Kaynak: Jeffrey Sohl, "The angel investment market in 2012:A Moderating Recovery Continues", **Centre for Venture Research**, 2013, s.2

Center for Venture Research (CVR) 1988’den beri A.B.D.’deki melek yatırım piyasası araştırmalarını yürütmektedir. Misyonu girişimciler, özel yatırımcılar ve politika yapıcılara melek yatırım pazarı hakkında güvenli ve süreli yayınlarla bilgi sağlamaktır.

Tablo 5’de Çekirdek sonrası/erken evre 2013 yatırımlarındaki artış, gelecek yılda meleklerin bu evreye daha fazla yatırım yapma eğiliminde olduklarına işaret eder. 2008 yılında A.B.D.’deki melek yatırımcılar 55.000 alımda 19 milyar \$ yatırım yaparak 35.000 KOBİ’ye yatırım yapmışlardır. 2008 yatırımlarının tepe değeri olan %55’in altında kalan bugünkü değerlere göre yeni sermaye oluşturulması ve istihdam artışı sağlanmasına gerek vardır. Her bir melek yatırım başına düşen istihdam oranı 2013 yılında azalmıştır. Buradan da meleklerin yeni yatırımlar yerine(çekirdek evresi), daha büyük miktarlar gerektiren erken ve genişleme evresine yöneldikleri söylenebilir. Tablo 4’de bu trend daha açıkça görülmektedir.

2005 yılında %23 olan verimlik oranı, 2009’da %14,5’a kadar düşmüş, 2012 yılı tamamında %21,3 olmuştur. Bu değer 2013 yılı ilk yarısında %21,5 gibi yüksek olması sürdürülemez yatırım hızı demektir ki bu da birçok girişimcinin yatırım fonları bulmakta zorluk yaşayacaklarını gösterir.²⁶

²⁶ Jeffrey Sohl, a.g.e., s.2

Tablo 5. A.B.D.’deki 2012 ve 2013 İlk Yarıyıl (1.Ve 2.Çeyrek) Yatırımlarının Evrelere Göre Dağılımı

| | 2012 Ç1Ç2 | 2013 Ç1Ç2 | Verimlilik |
|-----------------------------|-----------|-----------|------------|
| Çekirdek/Başlangıç | %40 | %38 | %17.8 |
| Çekirdek Sonrası/Erken Evre | %38 | %51 | |
| İstihdam Oranı | %4.1 | %3.9 | |
| Verimlilik Oranı | %17.8 | %21.5 | |

Kaynak: Jeffrey Sohl , "The Angel Investor Market in Q1Q2 2013: A Sustainable Growth Continues" **Center for Venture Research**, 2013, s.1

Tablo 6’da 2013 ilk yarısında çekirdek ve başlangıç evreleri melek yatırımlarının, melek yatırımcı sayısının ve yatırım alan girişimci sayısının 2012 yılı tamamına göre arttığı görülmektedir. 2012 yılı ilk yarısında hisse alım büyüklüğü 336.390 \$’dır. 2013 yılı ilk yarısındaki hisse alım büyüklüğü miktarında pek fazla bir artış olmamıştır. Bu da meleklerin majör yatırımcılar olarak kalmaya ve 2008 den bu yana melek pazarının kararlı bir şekilde toparlanmaya devam ettiğine işaret etmektedir.²⁷

Tablo 6. A.B.D.’deki 2013 Yılı İlk Yarısındaki Çekirdek ve Başlangıç Evresi Melek Yatırım Analizi

| | 2013 Yılı İlk Yarısı | 2012 Yılına Göre % Artış |
|-------------------------------|----------------------|--------------------------|
| Toplam Yatırım (Milyar \$) | 9.7 | 5.2 |
| Aktif Yatırımcı Sayısı (Kişi) | 134.895 | 2.9 |
| Hisse Büyüklüğü (Milyon \$) | 337.850 | - |
| İstihdam Sayısı | 111.500 | - |
| Yatırım Alan Girişimci Sayısı | 28.590 | 4.8 |

Kaynak: Jeffrey Sohl , "The Angel Investor Market in Q1Q2 2013: A Sustainable Growth Continues" **Center for Venture Research**, 2013, s.1

Bazı Avrupa ülkelerindeki 2010 yılı melek yatırımlarının evrelere göre dağılımı Tablo

²⁷ EBAN, a.g.e., 2012, s.1

7'de gösterilmiştir.

İsveç ve İngiltere'de ağırlıklı olarak, Fransa'da ise tamamen erken ve başlangıç evresinde yatırım yapıldığı ve bütün ülkelerde halka arz öncesi yatırımın hiç olmadığı gözlenmektedir. Polonya ve Almanya dışında çekirdek öncesi yatırımın olmadığı dikkate alınır, bu ülkelerde yeni girişimlerin başlatıldığı ve diğer evrelerdeki yatırımların neredeyse eşit olması da Polonya ve Almanya ekonomisinde istikrarlı bir büyümenin hedeflendiği söylenebilir. A.B.D.'de olduğu gibi meleklerin Avrupa'da da genişleme evresini finanse ettikleri görülmektedir. Halka arz öncesi yatırımların olmaması da, meleklerin sınırlarını genişleme evresinde tutmaya meyilli olduklarına işaret eder. Çünkü bu en fazla sermaye isteyen ve hisse senedi piyasasını çok iyi takip eden kişilerce yürütülebilecek bir aşamadır. Meleklerin hiç alışık olmadıkları bu dönemi risk sermayesi şirketleri daha iyi yönetebilirler. Ancak yatırımda kalma süresi uzadıkça getirilerin de düşmeye başlayacağı gerçeğini göz ardı etmeye razı olmaları dikkati çekiyor. Bu da meleklerin büyük olasılıkla ileride detaylı açıklanacak olan çeşitli teşvik uygulamalarından ve yatırım fonu ortaklıklarıyla iştirakli yatırımlardan faydalanarak genişleme evresine yatırım yaptıklarına işaret etmektedir.

Tablo 7. Bazı Avrupa Ülkelerindeki Melek Pazarının Yatırım Evrelerine Göre % Dağılımı.

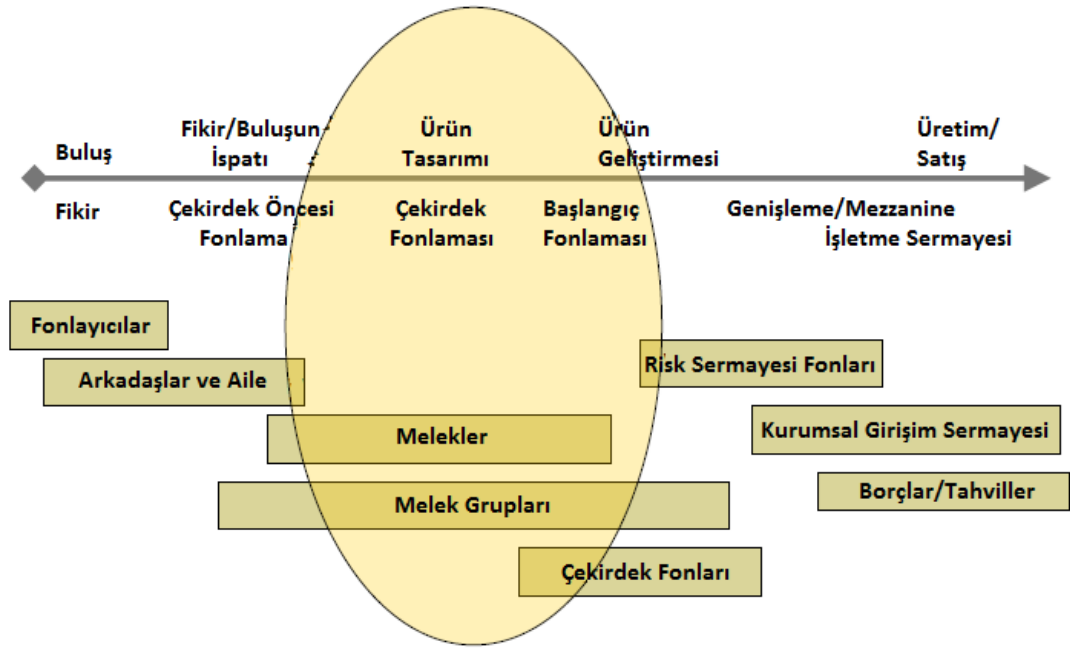
| | Çekirdek Öncesi | Çekirdek | Erken Evre ve Başlangıç | Genişleme | İlk Halka Arz Öncesi | Satış veya Revizyon | Diğer |
|-----------|-----------------|----------|-------------------------|-----------|----------------------|---------------------|-------|
| Fransa | 0.00 | 0.00 | 100.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| Almanya | 14.20 | 30.40 | 31.8 | 22.8 | 0.00 | 0.80 | 0.00 |
| İtalya | 0.00 | 36.57 | 21.71 | 20.71 | 0.00 | 0.00 | 11.00 |
| Hollanda | - | - | - | - | - | - | - |
| Polonya | 40.00 | 30.00 | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| İspanya | 3.08 | 40.31 | 48.92 | 7.69 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| İsveç | 0.00 | 8.75 | 73.75 | 17.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| İngiltere | 0.00 | 7.13 | 71.58 | 19.35 | 1.94 | 0.00 | 0.00 |

Kaynak: EBAN, "Building the early stage investment asset class in Europe", **Activity Report**, 2010, ss.3-33

1.1. Melek Yatırımcılık ve Evreleri

KOBİ'lerin gelişmesi ve hayatta kalmaları için en kritik nokta finansmandır. Melek yatırımcılar yenilikçi ve hızlı büyüme potansiyeline sahip ve bilhassa yüksek teknoloji kullanarak üretim veya hizmet vermek için iş kurmaya çalışan KOBİ'ler için anahtar rol oynarlar.

Bir firmanın yaşam döngüsü evreleri ve aynı zamanda bu evrelerde gerek duydukları yatırım tipleri ile bu evrelerin kısa tanımı Şekil 2'de şematize edilmiştir. Bir firmanın yaşam ve finansman evresi niteliklerine göre bazı küçük farklılıklar göstermesine rağmen genelde kabul edilen altı evre ile kategorize edilir.²⁸



Şekil 2. Bir Firmanın Geçirdiği Temel Aşamalar.

Kaynak: David Verrill, Marianne Hudson, "Angel Investors-Critical Initiators of Start-ups and Job Creation", *Angel Capital Association*, 2013, s.3

Girişimci, yatırım yapmak için bir finansör aramaya başlamadan önce, bir buluş yaptığını veya teknolojik bir gelişme yapacağı bir ürün veya hizmet yaratacak ve pazara sunabileceğine inandığı bir iş fikrine sahiptir. Aile çevresi ve arkadaşlarından veya kendi birikimlerinden harcayarak işini belli bir noktaya getirerek parasal kaynaklarının

²⁸ William A. Shalman, "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations", *Journal of Financial Economics*, C.27, 1990, s.473-521

yetmediğini görerek finans sağlamak için kaynak aramaya başlar. Yatırımcı açısından işin hangi aşamada olduğu çok önemlidir. Literatürde biraz farklılıklar olmasına rağmen melek yatırımcılıkta genel kabul gören aşamalar şöyledir;²⁹

- Çekirdek Evresi: Bu evre yenilikçi veya girişimci fikrinin daha ileri düzeyde araştırma, değerlendirme ve geliştirilmesi, yatırıma değer olup olmadığını tayin etme aşamasıdır. İş fikri yeni bir teknoloji veya pazarlama yaklaşımı gerektirebilir. Eğer teknoloji geliştirme ise ilk örnek olarak bir prototip yapmaya gerek olabilir. Bir pazarlama kavramı fikri var olmasına rağmen, henüz bir iş planı yoktur. Bu aşamada bir yönetici kadrosu yoktur ve aynı zamanda seri üretim veya satış da olmaz.
- Başlangıç Evresi: Firma bir yıldan daha gençtir ve henüz kurulma aşamasındadır veya kısa bir süre önce işe başlamış da olabilir. Ancak ürün veya hizmet pazarlamaya başlamamıştır. Ürün geliştirme, prototip deneme ve pazarlamayı test etme aşamasıdır. Seçilmiş müşterilere deneysel miktarlardaki örneklerden verilebilir. Bu aşama pazara girme potansiyelinin araştırılması, yönetim kadrosunu kurma ve iş planını uygulamak için çalışmakla geçer.
- Erken Evre: Bu evrede ürün geliştirilmesi tamamlanmıştır. Yatırımın devam etmesi için prototipin daha fazla teknik risk almadan üretilebilecek kadar iyi olup olmadığına göre bu aşamaya devam edilir. Pazarlama çalışmalarının da ticari satış miktarları ve dağıtım sistemi açısından, üretim prosesini yönlendirecek kadar iyi ve yeterli düzeyde, sorunsuz bir şekilde yapılabilmesi sağlanmıştır. Firma, yöneticilerin rahat bir şekilde bu işleri yapabileceği bir duruma gelmiştir. Bu evre firmanın iş planının başarıyla uygulanması, yenilikçi iş fikrinin piyasaya açıklanması, ilk üretime başlanması ve yönetim kadrosunun oluşturulması faaliyetlerini içerir. Henüz kazanç yoktur. Genelde şirket üç yıldan daha az bir süreden beri faaliyettedir.
- Genişleme Evresi: Çalışmakta olan firmanın büyüme ve genişleme aşamasıdır. Firma satışlarından kazanç elde edecek kadar pazara giriş yapmıştır. Satışları henüz başa baş veya kazanç elde edecek seviyeye ulaşmamış olsa bile, belirlediği pazar payını elde etmek için gerekli üretim miktarı ve hızını kalitatif olarak tespit etmiş durumdadır.

²⁹ A.g.e., s.473-521

Ancak kantitatif miktarlar henüz tespit edilmemiştir. Üretim hızını ve pazar payını geliştirmek için gerekli çalışmalar yapıldığı aşamadır. Genelde şirket üç yıldan daha fazla süreden beri faaliyettedir.

- Geç Evre: Satış büyümesi hızlanmıştır. Pozitif nakit akışı dolayısıyla karlılık artmış ve risk azalmıştır. Genişleme ve üretim hızını pazarı ele geçirmek üzere arttırmak için veya daha farklı ürünler ilave etmek için çalışılabilir. Ancak bu seviyedeki gelişme yeterli görülürse firma sermayedarları veya yöneticileri bu evrede firmadan çıkış aşaması hazırlıkları için çalışmalara başlama kararı verebilirler.
- Çıkış: Bu aşamada şirket sürdürülebilir büyümeyi sağlamak için, satış, borçlanma, halka arz veya alternatif piyasaya hisse satışları, gibi bazı çıkış yollarına başvurur.

1.1.1. Melek yatırım performans özellikleri

Formal risk sermayesi ve melek yatırımları birbirine çok benzer. Ancak formal risk sermayesi yasal ortaklarla organize olmuştur ve yasal olarak rapor verme zorunlulukları vardır. Aktiviteleri, stratejileri ve karlılıkları iyi takip edilebilir. Melekler ise kendi paralarını çekici buldukları yatırım olasılığına doğrudan yatırdıklarından, bu küçük özel yatırımcıların yasal olarak rapor verme zorunlulukları yoktur. Melekler, binlerce girişimci projelerine her yıl milyarlarca dolarlık yatırım yaparlar. Ekonomik büyümeye, yenilikçi teknolojilerin gelişmesine ve istihdam artışına büyük katkıları olmasına rağmen, aktiviteleri, stratejileri ve finansal getirileri hakkında halen yeterli derecede sağlıklı bilgi edinilememiştir.

Formal risk sermayesi bir işletmenin gelişme evresindeki yatırımları finanse ederken, melekler daha çok çekirdek ve başlangıç evrelerindeki yatırımlara yoğunlaşırlar. Şirketler iki yıldan daha genç ve gelişmeleri devam etmekte olduğundan, yatırıma karar verirken doğru bir getiri hesaplaması mümkün olmaz. Bu yüzden melekler yatırım kararlarını gerçek getiri oranlarına göre değil, tahmini getiri oranına göre vermek zorundadırlar. Melek yatırımcı bu tür riskli yatırımlardan tamamen kayıpla çıkacağı gibi, çok iyi bir getiri alabileceğini de düşünebilir. Risk sermayedarı ise biraz kayıp biraz kazanç ile ortalama bir getiri alacakları bilincinde olarak kurumsal yatırım şirketlerinin

bir portföyünde yatırım yapar. Melekler risklerini de düşünerek formal risk sermayesine göre çok daha fazla getiri isterler. Şirketin hisse değerini ve karını belirlemek için anlaşmalarında 3-5 yıllık bir zaman içindeki para akışı tahminlerini kullanmak gerekir. Yatırılan sermayenin başa başnoktası tamamen değilse bile, ilk defa bu yıllar arasında olur. Kar/zarar parametrelerine bakan yatırımcılar genelde yıllık % 30-45 arasında bir getiri tahmini yaparlar. Yatırımların getirisi % iç getiri oranı ile takip edilir. Gerçek getirilerin tahmini getirilerle karşılaştırılarak, bu sektörde elde edilen gerçek kazançların bilinmesi, meleklerin anlaşmalarında belirtecekleri tahmini getiri oranlarında yanılma paylarını azaltacağından dolayı daha güvenli bir yatırım ortamı oluşacaktır.

Melek yatırım performanslarının istatistiksel analizlerinde kullanılan verilerdeki bias dolayısıyla gerçek değerlerin hesaplanmasında sapmalar fazla olmakta ve bazı yanlış değerlendirmeler ortaya çıkmaktadır. Bu yüzden her çalışmanın kendi şartlarına özgü olduğunu ve sonuçların kaba bir genelleştirmeye izin verdiğini göz ardı etmemek gerekir. Akredite melek sayısı arttıkça verilerin gerçeğe daha yakın hale ulaşacağı ve meleklerin de formal risk sermayesi gibi incelenmesi mümkün olacaktır. Verilerde kullanılan değerlerin gerçekliği, yatırımın kişisel melekler veya melek grupları ile birlikte yapılıp yapılmadığı, tamamen çıkış yapmış veya karışık(çıkış yapmış ve yapmamış) yatırımlardan alınması, yatırım alanlarının ve yatırım evrelerinin farklı olması, getirilerin eşit ağırlıklı veya değer ağırlıklı hesaplanması, yatırımdan çıkış şekilleri ve zamanlaması, o günkü piyasa koşullarına, melek profillerine, yatırım öncesi ve sonrasındaki davranışlara, önceki tecrübelerine, yatırımda kalma süresi, borçla yatırım yapılması gibi birçok faktöre bağlı olarak farklılıklar gösterir. Ayrıca, kayıtlı melekler bile, gelir vergisi ve yönetim gideri, melek ağa ödenen pay, yönetici hakkı gibi aldığı hizmetlere karşılık yapacağı ödemeler veya melek ağların yöneticilerinin, ağır piyasadaki saygınlığının azalabileceği endişesiyle kayıpla sonuçlanan yatırımlardan bahsetmemesi gibi sebeplerle, elde ettikleri gerçek getirileri açıkça belirtmek istemekten kaçınılmaktadırlar. Ayrıca çalışmaların birçoğu anket ile yapıldığından, cevap verenlerin sayısı kadar getiri tahminlerini başarı halinde mi yoksa sadece bir tahmin olarak mı yaptıkları da önem kazanmaktadır.³⁰

Diğer bir konu da melek yatırımcı tanımlamasında kullanılan tariflerin karmaşıklığıdır.

³⁰ C.M. Mason ve R.T. Harrison, "Is It Worth? The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments", **Journal of Business Venturing**, C.17, 2002, ss.211-236

Risk sermayesinin teknik tanımlamasının veri toplamada hangi yatırım evrelerine dahil edileceği ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. Bu da bilhassa çekirdek ve erken evrelerdeki yatırımlar için yapılacak karşılaştırmalarda yanlışlıklara sebebiyet verir. Bazı çalışmalarda bu yatırımcılar, erken evre risk sermayesi, özel girişimci sermayesi veya doğrudan risk sermayesi olarak da belirtilmektedir. Melek yatırımcılar ise yatırım yaptıkları şirketle önceden ilişkisi olmayan kişiler olarak (her zaman böyle olmayabilir) ifade edilir ve bu şekilde aile ve arkadaş yatırımcılarından ayırt edilebilirler. Bazı çalışmalarda da toplam informal yatırım (kurucu, aile, arkadaş çevresi ve melek yatırımcı) ve diğerleri için sadece melek yatırım olarak kullanılmaktadır. Bu durum çeşitli kaynaklardan alınan melek yatırımcılık veri analizlerinin birbiri ile karşılaştırılmasını karmaşık bir hale getirebilir.³¹

Getirilerin hesaplanmasında oluşabilecek hata kaynaklarından önemli birkaçına ait açıklayıcı örneklere aşağıda yer verilmiştir.³²

Örnek 1: Farklı yatırım süresi ve farklı yatırım miktarına sahip iki projenin getirisinin en az üç değişik hesaplaması vardır. 1. projenin 100\$ yatırım yaptığını ve iki yılsonunda başarısız olarak hurda fiyatına 1\$ aldığını, 2. projenin ise 500\$ yatırdığını ve 3 yılsonunda 5000\$ aldığını düşünelim.

Eşit ağırlıklı ortalama %13, Değer ağırlıklı ortalama %81, Zaman ağırlıklı ortalama is %27 olacaktır. Bu üç ortalama da verilerin raporlanması için geçerli sonuçlardır ancak hesaplama detaylarını bilmeden sonuçları yorumlamak çok zordur.

Örnek 2: Toplam yatırım, ödeme ve yatırım zamanı farklı olan üç projenin getirisi de farklı olur. Her üç projenin aynı miktar paraya ihtiyacı olduğunu (500\$), yatırım sonundaki aldıkları miktarın 5000\$ ve yatırım süresinin 5 yıl olduğunu düşünelim. Yatırım sürecinde vaat edilen paranın farklı zamanlarda yatırılması getirilerin de dramatik şekilde farklı olmasına sebep olur.

³¹ Wilson and Silva, **a.g.e.**, s.54-55

³² Ramon P. DeGennaro ve Michael B, McDonald IV, "What do we really know about returns to angel investors and their investments?", (Çevrimiçi), <http://ssrn.com/abstract = 2325720.pdf>, (Erişim Tarihi:01.08.2013)

Örnek 3: Diğer bir problem de getirilerin birim analizleridir. Yatırım, melek yatırımcı ve proje olarak üç farklı birim aldığımızda, bir projeye katılan birden fazla melek yatırımcı olabileceği gibi, bir melek birden fazla farklı projeye sahip olabilir. Borsada hisse senedi arzı ile çıkışların performansı hesabın bu üç birimden hangisi ile yapıldığına göre değişir. İki farklı melek tarafından dört farklı projeye yatırım yapıldığını varsayalım.1.projede her iki meleğin de yatırım yaptığını varsayarsak toplam proje sayısı beş adet olur. Analiz birimi melek yatırımcı olarak alındığında, iki meleğin ortalama brüt getirisi %112,5 olur. Analiz birimi proje olarak alınırsa dört projenin ortalama getirisi %162,5 olur. Analiz birimi yatırım olarak alındığında beş yatırımın ortalaması %130 olur. Buradaki hesaplamalarda eşit veya değer ağırlık, yatırım miktarı ve yatırım zamanı faktörleri dikkate alınmamıştır.

Bütün bu metotlar kabul edilebilir sonuçlar vermektedir. Fakat hepsi farklı sorulara cevap verir. Araştırmacı dikkatsiz veya kullandığı analiz birimini açıkça belirtmediğinde elde edilen sonuçlar yanılgılara sebep olabilir. Getiri analizlerinde birçok çalışmada bu eksiklikler göze çarpmaktadır. Ancak anket cevaplamalarında her denek tüm bilgileri açıkça vermek istemediği için araştırmalar elde edilen verilerden yapılmak zorunda kalmıştır. Risk sermayesi şirketlerinin kayıtları çok iyi tutulduğu için bu verilerden elde edilen sonuçlarla melek yatırımcılardan elde edilebilen sonuçlar karşılaştırılarak kesin doğru olmasa da getirileri hakkında fikir edinmeğe çalışılmaktadır. Melek yatırımcılar çıkarılan yasalara uyma zorunluluğu hakkındaki değişikliklere uyum sağladıkça, kesin verilerin toplanması bir süre sonra daha kolaylaşacağı için risk sermayesi gibi getirileri net olarak hesaplanabilecektir.

1.1.1.1.Melek yatırımların getirileri

Stephen G. Morrisette(2005)³³, melek yatırımcıların literatürde verilmiş olan tüm tahmini getiri oranlarını ve yatırımda kalma sürelerini biraya getirmiş ve ortalama olarak % 30 getiri tahmini yaptıklarını ve yatırımlarını 5 yıl kadar elde tuttuklarını göstermiştir. Bu değerler Tablo 8.de gösterilmiştir.

³³ Stephen G. Morrisette, “A Profile Of Angel Investors; An Invisible Driver Of Economic Growth”, **The Journal Of Private Equity**, C. 10, 2005, s.12

Tablo 8. Melek Yatırımların Getiri Tahminleri ve Yatırım Süreleri.

| Kaynak | Getiri tahmini % | Yatırım süresi Yıl |
|-----------------------------------|-----------------------------|-------------------------------|
| Hill&Power, 2002, S.238 | 34 | - |
| Benjamin&Margulis, 2001, S.23-254 | 30 | 8 |
| Freear,Sohl&Wetzel, 1995, S.91-92 | 32 | 4,8 |
| Linde & Prasad,2000, S.48 | 32 | 4 |
| Sullivan & Miller, 1990, S.302 | 28 | - |
| Gaston,1989, S.45 | 25 | 5,1 |
| Van Osnabrugge, 1998, S.36-38 | 33 | 5-6 |
| Hoontrakul,2001 | - | 5-7 |

Kaynak: Stephen G. Morrisette, “A Profile Of Angel Investors; An Invisible Driver Of Economic Growth”, **The Journal Of Private Equity**, C. 10, 2005, s.12

New Hampshire üniversitesi “Center for Venture Reseach (CVR)’ün” New England bölgesindeki yazılım ve yüksek teknoloji firmalarıyla ilgili yaptığı bir araştırmaya göre, melek yatırımcılar ortalama 7 de 7 getiri aramaktadırlar: 7 yıllık bir yatırım süresi için yatırdıkları paranın 7 katı kadar getiri almayı tahmin ederler. Bu da ortalama %32 getiri demektir. Bir girişimci, firmasının 5-7 yıl içinde tamamen gelişeceğini varsayıyorsa, melek yatırımcısına %30-40 kadar bir getiri sağlaması gerektiğini bilmelidir. CVR, ortalama yıllık getirinin %26 ve Sohl(2003)³⁴ ise %20-40 olduğunu hesaplamışlardır.

Tablo 9’da profesyonel yatırımcıların girişimin farklı gelişim evrelerine göre ne kadar getiri istedikleri gösterilmektedir. Bu tablo bireysel melek yatırımcı ve risk sermayesinin, özel girişim sermayesi içinde aynı grupta yer aldığı farzedilerek yapılmıştır. Yatırımda kalma süreleri DeGennaro & Dwyer (2010)³⁵ tarafından hesaplanarak ilave edilmiştir.

³⁴Sohl, a.g.e., 2003, s.5

³⁵ Ramon P. DeGennaro ve Gerald P. Dwyer, “Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups”, **Federal Reserve Bank Of Atlanta Working Paper Series**, 2010, ss.1-19

Tablo 9. Girişim Evrelerine Göre Özel Girişim Sermayesi Getiri Oranı Tahminleri.

| | İç getiri oranı % | Kazanç çarpanı | Yatırımda kalma süresi Yıl |
|--------------|----------------------|----------------|-------------------------------|
| Çekirdek | 60+ | 10 | 4,9 |
| Başlangıç | 50 | 8 | 5,1 |
| Erken evre | 40 | 5 | 4,8 |
| Gelişme | 30 | 4 | 5,3 |
| Çıkışa Yakın | 25 | 3 | 4,9 |

Kaynak: Susan L. Preston, "Angel financing for entrepreneurs: Early stage funding for long term success" **Jossy-Bass**, 2007, s.92.

Eşit ağırlıklı hesaplamalar daha çok küçük yatırımlarda önem kazanır. Küçük yatırımlar büyük yatırımlara göre daha fazla kazandırır. %100 geri dönüş elde edildiği farz edilirse³⁶, bir melek bir yıldaki yatırımında bir 10.000 dolarını ikiye katlarsa, aynı yıl diğer bir 100.000 dolarlık yatırımından hiçbir şey kazanmazsa, eşit ağırlıklı ortalaması %50'dir. Değer ağırlıklı ortalaması ise sadece % 9 civarında olur.

DeGennaro & Dwyer (2010)'ın³⁷ çalışmasında Angel Investor Performance Project (AIPP)'den alınan 1972-2007 yılları arasındaki 588 yatırımdan çıkış yapmış olan 419 yatırımın veri tabanları kullanılarak, getirilerin değer ağırlıklı ve eşit ağırlıklı hesaplanan değerleri, literatürden alınan diğer bazı değerlerle karşılaştırılmıştır. Medyan değerinden daha büyük ve daha küçük hisse alımlarının çarpanları arasında pek fazla bir fark yoktur. AIPP verilerinde başlangıç yatırımları, ara nakit ödemeleri ve çıkış değerleri bilgileri de verildiğinden hem toplam gelirler ve hem de iç getiri oranları hesaplanabilmiş ve yatırım öncesi tahmin edilen getirilerle karşılaştırılmıştır. Bu çalışmada melek yatırımların getirisinin basit aritmetik net getiri ortalamasının yıllık % 57,8 ve ayrıca 3,67 yıllık ortalama yatırım periyodu için hesaplanan risksiz oranı aşan net yıllık getiri tahmininin ise %70 olduğu bulunmuştur. Cochrane (2005)³⁸, 1987-2000 yılları arasındaki riski daha düşük olan geç evre risk sermayesi yatırımlarının getiri dağılımını incelemiş ve yatırımcı ön tahminlerine uygun bir değer olan % 59 yıllık getiri

³⁶ Ramon P. DeGennaro, "Angel Investors: Who they are and what they do. Can I be the one?" (Çevrimiçi), <http://ssrn.com/abstract=1462551>, (Erişim Tarihi: 04.06.2013)

³⁷ DeGennaro ve Dwyer, **a.g.e.**, s.1

³⁸ John H. Cochrane, "The Risk And Return Of Venture Capital", **Journal of Financial Economics** ss.3-52

hesaplamıştır. Risk sermayesi ve en küçük NASDAQ hisselerinin kabaca benzer getirilere sahip olduğunu ifade etmiştir.

3,67 yıl yatırımda kaldığına göre hesaplanan değer ağırlıklı ortalama kazanç çarpanı 3,39 ve iç getiri oranı %33,7 bulunmuş ve bu değer AIPP'deki tahmini değere çok yakın olduğu görülmüştür. AIPP verilerindeki değerlerin hepsi yatırımdan tamamen çıkış yapmış projelerden alındığı için %33,7 iç getiri oranı muhtemelen bu periyoddaki diğer risk sermayesi portföylerinin tahmin ettikleri getirilerden çok farklı değildir. Eşit ağırlıklı hesaplanan ortalama kazanç çarpanı 11,54 ve iç getiri oranı ise %98,4 bulunmuştur.

Scott A. Shane(2009)³⁹, çalışmasında kazanç çarpanı 30 ve 5 yıllık yatırım süresi için başarılı meleklerin eşit ağırlıklı hesaplanan iç getiri oranı %97,4 olmuştur. Her iki değer birbiriyile uyumludur. Preston'ın girişim sermayesi yatırım değerleri dikkate alınırca, bu çalışmadaki değerlerin çekirdek ve başlangıç evrelerine uyum gösterdiği söylenebilir. Bu değer girişim sermayesi için düşüktür. Çünkü girişim sermayesi çekirdek evresi yatırımlarında meleklerden daha düşük getiri elde etmeye meyillidir. Grup halinde yatırım yapan meleklerin, bireysel olarak yatırım yapanlara göre daha başarılı olduğu gözlenmiştir.

Bireysel meleklerin büyük bir kısmının yatırımlarının, yaklaşık %40 kadarının borçla yapıldığı ve bu yüzden de grup halindeki yatırımcılardan daha düşük getiri tahmininde buldukları (%29), AIPP verilerinin ise grup halindeki ve dolayısıyla nakit ile yatırım yapan yatırımcıları temsil ettiği için daha yüksek olduğu açıklanmıştır.

Barnhart&Dwyer,(2009)⁴⁰, 1983-2006 yılları arasındaki bilgisayar firmalarına ait verileri kullanarak yaptığı çalışmada eşit ağırlıklı yıllık ortalama getirilerinin negatif olmasına rağmen hisselerin borsadaki değerlerinin yüksek ve karlı olduğunu görerek, getirileri sharpe indisi (riskten arınmış oran)olarak, o yıllara ait hisse değerleri üzerinden hesaplamıştır. Endüstri sharpe indisi=0,4516, hisselerin ortalama değeri ise eşit ağırlıklı ortalama=0,478, değer ağırlıklı ortalama=0,5014 olarak bulmuştur.

³⁹ Scott A. Shane, "Fool's Gold? The Truth Behind Angel Investing In America", **Oxford University Press, NewYork**, 2009, s.193

⁴⁰ Gerald P. Dwyer Jr. ve Cora Barnhart, "Returns to investors in stocks in new industries", **Federal Research Bank of Atlanta**, 2008, s.5

Buradan da yeni endüstri dallarındaki tahmini getirilerin pozitif ve piyasa getirilerine yaklaşık olduğu kanısına varmıştır.

A.B.D.'deki bilgisayar şirketlerinin hemen hepsi başlangıçta melek yatırımcılar tarafından finanse edilmiştir. Büyüyerek karlı hale geldikten sonra formal risk sermayesi almışlar ve daha sonra rekabete dayanabilenler çok büyük şirketler olarak devam etmiştir. Borsaya çıkışları melekler sayesinde olmuştur. Bu yüzden de melek yatırım almış risk sermayesi çıkışları olarak düşünülen bu tür birçok çalışma vardır. Bu çalışmaların melek yatırımcılıkla yakından ilgisi olmamasına rağmen melek yatırım getirilerinin formal risk sermayesi ile karşılaştırılmasında fikir verirler. Akreditasyon ve melek ağları ile çalışma zorunluluğu son on yılda işlerlik kazandığı için eldeki gerçek veriler formal risk sermayesi kadar uzun geçmişe sahip değildir. Ancak melek yatırım almış firmaların daha sonraki genişleme evreleri için gerek duydukları finansmanı formal risk sermayesinden sağlamalarının daha kolay ve bu firmaların çıkış performanslarının da melek yatırım almamış firmalara göre daha yüksek olduğu gözlenmiştir. Melek yatırım alan firmaların, almayanlara göre en az 4 yıl hayatta kalma şansı %25 kadar daha fazladır. Melek grupları tarafından fonlanan girişimlerin %16'sı başarılı olmuş ve geç evre veya daha sonraki finansman turlarındaki şansı 1,2 kat kadar artmıştır. Gene bu firmaların satın alınma şansı %7'den yüksek ve halka arz şansı ise %4 kadar daha fazla olmaktadır.⁴¹

Wiltbank (2005)'in⁴² çalışmasından önceki bir çalışmada 1.200 melek yatırımcıdan alınan verilerden elde edilen sonuçlara göre, ortalama 8 yıl yatırımda kalma süresine göre, yatırımlarının %39'u kayıp, %19'u başabaş, %30'u %50'den fazla, %12'si ise %100'den fazla iç getiri elde ettiği hesaplanmıştır.⁴³

Wiltbank(2005)⁴⁴, 1038 yatırımdan 414 çıkış yapan yatırımların ortalama iç getiri oranını % 14 olarak hesaplamıştır. Melek yatırımların 2/3 ünün zarar, %20 sinin ise %100 ün üzerinde iç getiri sağladığını ve ortalama 5,8 yıllık bir periyod için başarılı

⁴¹ William R. Kerr, Josh Lerner ve Antoinette Schoar, "The consequences of entrepreneurial finance:Evidence from Angel financings", **RFS Advance Access**, 09.10.2011, ss.15-16

⁴² Robert Wiltbank, "Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors", **Venture Capital: International Journal of Entrepreneurial Finance**,2005, ss.343-357

⁴³ Gerald Benjamin ve Joel Margulis "Angel Capital: How to raise early-stage private equity financing", **John Wiley&Sons,Inc.Hoboken,New Jersey**, 2005, ss.242-243

⁴⁴ Wiltbank, **a.g.e.**, ss.343-357

yatırımlarda 2,9 kat getiri elde edildiğini açıklamıştır. Bu çalışmada yatırım öncesi iş değerlendirmesinde daha fazla zaman harcayan meleklerin daha yüksek getiri elde ettikleri de görülmüştür. Tamamen çıkış yapmış 414 melek grubu yatırımının getiri hesaplarının sonucuna göre getiri dağılımı şöyledir; % 61,5 luk kısmı kayıp, % 8 lik kısmı % 0-24 arasında, % 7 lik kısmı %25-49 arasında, % 3,5 luk kısmı %50-99 arasında, % 20 lik kısmı ise %100 ve üzerinde getiri almışlardır.

Wainwright(2005)⁴⁵, ise 22 iş meleğinden elde ettiği sonuçlarında, meleklerin 5-7 yıl için %15-25 arasında 3x-10x getiri tahmin ettiklerini, gerçek getirilerinin ise %32 kayıptan başlayarak %23'ünde 10x ve daha fazla getiri elde ettiklerini söylemiştir. Reynolds(2007)'un⁴⁶ melek yatırımcılar için hesapladığı kazanç çarpanı ise 6,8 olmuştur.

Daha çok teknoloji odaklı yatırımlara yönelik Avrupa risk kapital fonlarının erken evre yatırımları getiri oranları, geç evre yatırımlarına odaklı fonlardan daha düşük olmuştur. Investor Pulse' un 2003'de İngiltere'de yaptığı bir araştırmada, iş meleklerinin tahmini getiriler için verdikleri cevaplar şöyledir;

| | | | | |
|---------------|----------|-----------|-----------|--------|
| % gros getiri | % 50-100 | % 101-151 | % 151-200 | % 200+ |
| % cevap | %28 | %25 | %20,3 | %26,8 |

Cevap veren meleklerin sayısal yüzdeleri ile tahmini getirileri hemen hemen her getiri oranına göre kabaca eşit olarak dağılmış olduğu söylenebilir. Bu da meleklerin heterojen ve yatırım amaç ve kriterlerinin ne kadar farklı olduğunu göstermektedir. Araştırmaya katılan meleklerin %89'u 4 yıl ve daha fazla sürede, %18'i ise 1-3 yılda yüksek getiriler elde etmeyi istiyorlar.⁴⁷

Mason&Harrison(2002)⁴⁸ çalışmasına göre, İngiltere'deki her 5 melek yatırımdan birisinin yılda ortalama %50 veya daha fazla getirdiği, %33'ünün kayıpla ve %13'ünün ise kısmi kayıp veya nominal şartlarda başa baş olduğu hesaplanmıştır. Yatırımın 2. yılına kadarki çıkışların kayıpla ve 6 yıllık süre sonundaki çıkışların yaşayan ölü gibi

⁴⁵ F. Wainwright, "Note on angel investing", **Tuck School of Business at Dartmouth: Center For Private Equity and Entrepreneurship**, 2005, s.5

⁴⁶ Paul D. Reynolds, "Entrepreneurship in the United States: The future is now", **Boston, Kluwer Academic**, 2007, s.222

⁴⁷ Paul Gardner, "A Qualitative Survey into UK Business Angel Attitude, Preferences and Views in 2002 and 2003", **InvestorPulse UK Angel Attitude Survey 2003**, s. 21

⁴⁸ Mason ve Harrison, **a.g.e.**, s.218

sonuçlandırıldığı belirtilmiştir. Kazançlı bir çıkış için ise yatırım süresinin 4 yıl olduğu hesaplanmıştır. Tablo 10’da İngiltere’deki iş meleklerinin yatırımlarının çıkış şekline göre getiri oranları görülmektedir.

Tablo 10. İngiltere İş Meleklerinin Çıkış Şekline Göre Getiri Oranları

| | |
|----------------------------------|-----|
| Kayıp Olarak Kaydedilen | %40 |
| Başka Bir Şirkete Ticari Satış | %26 |
| Diğer Hissedarlara Satış | %16 |
| 3. Şahıslara Satış | %10 |
| Hisse Senedi Piyasasında Dolaşan | %8 |

Kaynak: C.M. Mason ve R.T. Harrison, "Is It Worth? The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments", **Journal of Business Venturing**, C.17, 2002, ss.211-236.

A.B.D.’deki melek yatırımcıların çıkış şekline göre elde ettikleri net yıllık getiri oranları ortalaması proje sayısı bazında Tablo 11. de verilmiştir. Veriler 1972-2007 yılları arasındaki 588 yatırımdan ve bunlardan 419 çıkış yapmış şirketlere ait olup, “The angel investment performance Project (AIPP)”den alınarak hazırlanmıştır. Çalışmadaki yatırım evrelerinin proje sayısına göre dağılımı ise şöyledir; %29 Çekirdek, %45 Başlangıç, %19 Erken, %4 Geç ve %3 kurtarma finansmanı.

Tablo 11.A.B.D. Meleklerinin Çıkış Şekline Göre Yıllık Net Getiri Oranları

| Çıkış Şekli | Proje Sayısı | Net Getiri Oranı |
|-----------------------------|--------------|------------------|
| Kayıpla kapanan | 114 | -%93,00 |
| Diğer firmalara Satış | 180 | %84,12 |
| Yatırımcıya Satış(Devralma) | 20 | %44,67 |
| Hisse Senedi Piyasası | 56 | %94,34 |
| Diğer | 9 | %3,02 |
| Çıkış Şekli Bilinmeyen | 30 | %44,40 |
| Toplam | 408 | |

Kaynak: Ramon P. De Gennaro ve Gerald P. Dwyer. “Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups”, **Federal Reserve Bank Of Atlanta Working Paper Series**, 2010, s.25

A.B.D.'deki en yüksek getiriler İngiltere'dekinin aksine halka arz hisse senedi piyasasında olmaktadır. İkinci yüksek getiri ise İngiltere'de olduğu gibi satışla elde edilen çıkışlardır. Bu da İngiltere'deki hisse senedi piyasasının melek yatırımcılar tarafından tercih edilmediğini veya firmaların bu aşamaya kadar getirilmediğini veya İngiltere hisse senedi piyasasının melek yatırımcılar için yeterli düzeyde hazırlıklı olmadığını göstermektedir. Murray(1999)⁴⁹, formal risk sermayesi portföylerindeki erken evre yatırım fonlarının getirilerini proje bazında tek tek alarak hesaplamış ve Mason&Harrison(2002)⁵⁰ bu sonuçları iş meleklerinin getirileri ile karşılaştırarak, iş meleklerinin ortalama %37,4 gibi bir iç getiri oranı elde ettiklerini hesaplamıştır. Bu çalışmanın sonuçları Tablo 12'de verilmiştir.

Tablo 12. İngiltere'deki Formal Risk Sermayesi ve Melek Yatırım Getirilerinin Karşılaştırılması.

| % İç Getiri Oranı | Risk Sermayesi % Getirisi | Melek Yatırım % Getirisi | Çıkış Zamanı Medyanı (Yıl) |
|-------------------|---------------------------|--------------------------|----------------------------|
| Kayıp | 64,2 | 39,8 | 2 |
| 0-24 | 7,1 | 23,8 | 6 |
| 25-49 | 7,1 | 12,7 | 6 |
| 50-99 | 9,5 | 13,3 | 4 |
| 100+ | 12,0 | 10,2 | 4 |

Kaynak: C.M. Mason ve R.T. Harrison, "Is It Worth? The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments", **Journal of Business Venturing**, C.17, 2002, ss.211-236.

Tablo 12'de risk sermayesi kayıplarının iş meleklerinden çok daha fazla olduğu görülmektedir. Bu da meleklerin başarılı projeleri bulmaktan ziyade, kötü yatırımları seçmekten kaçınmaya odaklanarak yatırım kararı verdiklerini göstermektedir. 2 yıldan az, 4 yıldan uzun süre yatırımda kalmak performansı düşürür. Düşük performans (%1-24 getiri) durumunda melek yatırımcının iyi bir çıkış için pek şansı yoktur. Bu yüzden de yatırımın performansının ileride artacağını veya bu arada firmayı satın alacak birinin çıkacağını ümit ederek bekler. Bu tür yatırımlar sıklıkla sonunda hissedara veya üçüncü kişilere satılır. İş meleklerinin negatif getiri veren yatırımları risk sermayesi fonlarından çok daha az ve oldukça yüksek bir kısmı başabaş veya orta seviyededir(0-49%).İş

⁴⁹ Gordon Murray, "Early Stage Venture Capital Funds,Scale Economics And Public Support", **Venture Capital**, 1999, ss.351-384

⁵⁰ Mason ve Harrison, **a.g.e.**, s.229

melekleri ile risk sermayesi fonlarının yüksek performanslı yatırımları ise benzerlik göstermektedir(%50-100+).

Tablo 13’de Keiretsu Forum tarafından yönetilen melek yatırımcı fonlarının 2000-2006 yılları arasındaki getirilerinin Standard & Poors 500 ve NASDAQ gibi iki önemli piyasa indisleri ile karşılaştırması verilmiştir.

Melek yatırımların getirisinin bu hisse senedi piyasa değerleriyle yarışabildiği görülmektedir. Bu çalışma yatırım portföylerinin risklerinin azaltılmasında ve çeşitlendirilmesinde melek yatırımlardan da faydalanabileceğine dair bir gösterge olabilir.⁵¹

Tablo 13. Keiretsu Melek Yatırım Getirilerinin S&P500 ve NASDAQ Bileşik İndeksi ile Karşılaştırması

| Yıl | Keiretsu Forum % | S&P 500 % | NASDAQ Bileşik % |
|------|------------------|-----------|------------------|
| 2000 | -2,01 | -0,73 | -8,94 |
| 2001 | 17,25 | 0,87 | -3,74 |
| 2002 | 13,28 | 2,75 | 1,87 |
| 2003 | 8,49 | 8,09 | 11,81 |
| 2004 | 16,99 | 5,04 | 4,62 |
| 2005 | 12,25 | 4,10 | 3,21 |
| 2006 | 20,13 | 3,48 | 4,03 |

Kaynak: Sonja Markova ve Tatjana Petrovska-Mircevska, " Entrepreneurial finance: Angel investing as a source of funding high-growth start-up firms", **Annals of University Petroşani Economics**, 2010, s.217-224

Lamberth(2010)⁵², şimdiye kadar yapılmış olan 8 büyük çalışmanın getiri hesaplarından elde edilen sonuçları inceleyerek, verilerdeki bazı yatırımların çıkış zamanlarının farklılıklarının gözlemlenmeden yapıldığını ve bu yüzden hesapların ortalama kazanç çarpanı ve ortalama yatırım süresinin kullanılarak yapılması gerektiğini belirterek tekrar hesaplamıştır. Bu çalışmanın sonuçları Tablo 14’de verilmiştir. Bu çalışmadan elde edilen melek yatırımların ortalama getiri oranı % 27,3 olmuştur.

⁵¹ Sonja Markova ve Tatjana Petrovska-Mircevska, " Entrepreneurial finance: Angel investing as a source of funding high-growth start-up firms", **Annals of University Petroşani Economics**, 2010, s.217-224.

⁵² David Lambert, "Historical Returns in Angel Markets", **(RSCM)Right Side Capital Management**, ss.1-5

Tablo 14. Ortalama Kazanç Çarpanı ve Zaman Verileriyle Yapılan Getiri Sonuçları

| Kaynak | Toplam Yatırım Sayısı | Çıkış Yapan Yatırım Sayısı | Orijinal Çalışma % Getiri | Hesaplanan Sonuç % Getiri |
|------------------------|------------------------------|-----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| Wiltbank&Boeker(2007) | 3.097 | 1.137 | 27 | 31,4 |
| DeGennaro&Dwyer(2010) | 603 | 434 | 58 | 33,0 |
| Luis Villalobos (2007) | 117 | 117 | 25 | 24,3 |
| Sohl(2008) | - | - | 27,7 | - |
| Sohl (2009) | - | - | 22,0 | - |
| Band of angels(2009) | 200+ | - | 18 | - |
| Mason&Harrison(2002) | 372 | 128 | 37,4 | - |
| Wiltbank(2009) | 1.080 | 406 | 22 | 24,6 |

Kaynak: David Lambert, "Historical returns in angel markets", **(RSCM)Right Side Capital Management**, 2010, ss.1-5

Gerçek geri dönüşlerin hesaplanmasında veri eksikliğine veya çok etkenli varyansa bağlı bazı yanıltıcı sonuçların elde edilebilecek olmasına rağmen, son yıllardaki bazı araştırmalardan elde edilen ortalama getiri değerleri melek yatırımcılığın performansı hakkında gerçeğe yakın bir fikir vermektedir.

Wiltbank&Boeker(2007)⁵³ Kauffman Foundation ve ACA'dan elde ettikleri ve yanılığının pek fazla olmadığı söylenen veri tabanlarını kullanarak A.B.D.'deki melek yatırımcıların ve Wiltbank(2009)⁵⁴, NESTA verilerinden alınan veritabanlarına göre benzer bir çalışmayı İngiltere'deki melek yatırımcıların getirilerini ve kar/zarara etki eden bazı faktörleri hesaplamışlardır. Bu çalışmaların şimdiye kadar yapılmış en gerçekçi sonuçları verdiği kabul edilmekte ve hemen hemen her araştırmada temel veriler olarak kullanılmaktadır. Bu çalışmalarda her yatırım için, toplam yatırılan miktar (müteakip alımlar da dahil), yatırım süresi, çıkış tipi ve yılı, yatırım süresi içinde elde edilen gelir ve çıkışta elde edilen gelir gibi veriler toplanarak, bu verilerden kazanç çarpanı ve getiri oranları hesaplanmıştır. Şekil 3'de bahsedilen her iki çalışmanın karşılaştırmalı grafiği verilmiştir. Tablo 15'de ise bu çalışmadan elde edilen performans

⁵³ Robert Wiltbank ve Warren Boeker, **Return to Angel Investors in Groups**, 2007, s.1-10

⁵⁴ Robert E. Wiltbank, "Siding with the Angels; Business angel Investing-Promising Outcomes and Effective Strategies", **NESTA and BBAA Research Report**, 2009, ss.17-20

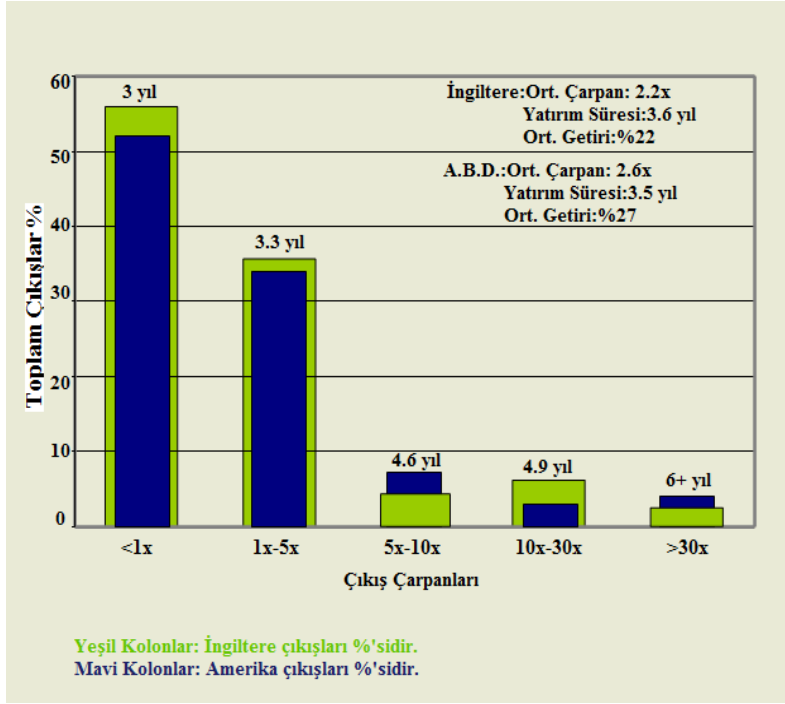
değerleri karşılaştırılmıştır.

Çalışmadaki yatırım yapan melek gruplarının özelliklerini kısaca şöyle özetleyebiliriz,⁵⁵

- Yılda birden daha fazla yatırım yapıyorlar.
- Kurdukları şirket sayısı medyanı 2,5 (%27'si pasif)
- %95'i en az birkaç yıl büyük bir firmada çalışmış
- %24'ü bir veya iki yıl devlet hizmetinde bulunmuş
- Kişisel varlıklarının %10'unu yatırımda kullanıyorlar. A.B.D.'deki meleklerin %85'i nakde sahip eski girişimcilerdir. İngiltere'de bu değer daha düşüktür. Meleklerin tecrübelerinde de geniş farklılıklar vardır.
- 2/3'ü aktif, 1/3'ü ise pasif yatırımcıdır.(pasif yatırımcılar çok küçük yatırımlarla ilgili olup en düşük getiriyi alanlardır).
- İngiltere'deki melekler 20 proje teklifinden 3 tanesine yatırım yapıyorlar ve yatırımların %24'ü vergi teşvikinden yararlanıyor.
- İngiltere melekleri A.B.D. meleklerinden daha fazla geç evre yatırımı yapıyorlar. Çekirdek evresi yatırımı İngiltere'de %15, A.B.D.'de ise %32'dir. Erken evre gelişmesi yatırımı, İngiltere'de %36, A.B.D.'de ise %18'dir.

Şekil 3'de her kategori aralığının giderek genişlemesine rağmen(örneğin;1x-5x arası 10x30x den daha dardır), formal risk sermayesine benzer şekilde, yüksek getirilerin de giderek düştüğü gözlenmektedir. Çıkışların ilk %10'u toplam nakit getirinin %75'ini oluşturmaktadır. Yatırımda kalma süresi arttıkça, getiri oranının da arttığı gözlenmektedir. Bu da melek yatırımcının nakit para elde etmekte sabırlı bir yatırımcı olması gerektiğini göstermektedir.

⁵⁵ A.g.e., ss.1-21



Şekil 3. A.B.D. ve İngiltere'deki Melek Yatırımlarının Getirileri.

Kaynak: Robert E. Wiltbank, "Angel Investor Performance & Strategy Data from the U.S. and U.K.", **Willamette University**, (Çevrimiçi),

<http://www.lincscot.co.uk/media/3838/angel%2520investor%2520performance%2520data.ppt&rct=j&q=&esrc=s&sa=U&ei=lqqpVlrbBYX0UIWvgqgL&ved=0CDwOFjAI&usg=AFQjCNGkpu8CR8wJQ0pBc-cFGn8TqQNIw>, (Erişim Tarihi: 20.05.2014), s.4

Tablo 15. İngiltere ve A.B.D. Melek Gruplarının Performans Değerlerinin Karşılaştırması

| | A.B.D. Melekleri | İngiltere Melekleri |
|--------------------|------------------|---------------------|
| Melekler | 539 | 158 |
| Yatırımlar | 3097(M\$) | 1080(M\$)(134M£) |
| Çıkışlar | 1137 | 406 |
| Yatırımın Getirisi | 2,6X/3,5 yıl | 2,2X/4 yıl |
| İç Getiri Oranı | %27 | %22 |
| %Hisse/%Getiri | 7/75 | 9/80 |
| <1X | %52 | %56 |

Kaynak: William R. Kerr, Josh Lerner ve Antoinette Schoar, "The consequences of entrepreneurial finance: Evidence from Angel financings", (Çevrimiçi), <http://www.people.hbs.edu/wkerr/KLS-Angels-Oct2011.pdf>, (Erişim:06.05.2013)

Getirilerin karşılaştırılması, A.B.D. pazarı çıkış performansının Avrupa pazarı çıkış performansından biraz daha iyi olduğunu göstermiştir. Ancak top fonların daha karşılaştırılabilir getiriler verdiği ve getirilere tecrübe ve fon büyüklüğünün etkisi olduğu saptanmıştır. Fonlar fazla büyümeye başladığında getirilerin de düşmeye başladığı gözlenmiştir.

A.B.D'deki melek yatırımların 1972-2007 yıllarına ait endüstri getirisinin dağılımları Tablo16.da verilmiştir. En yüksek getiri iş mal ve hizmetlerinde ve en düşük getiri ise tüketici mal ve hizmetleri, bilgi teknolojileri, iletişim ve tıbbi araç ve gereçlerinde olmuştur.

Tablo 16. A.B.D. Melek Yatırımlarının İş Kollarına Göre Yıllık Net Getirileri.

| İş Kolu | Ortalama Yıllık Getiri |
|----------------------------|-------------------------------|
| Biyoteknoloji | -6,7 |
| İş mal ve hizmetleri | 180,8 |
| İletişim | -32,6 |
| Tüketici mal ve hizmetleri | -73,2 |
| Elektronik donanım | -10,7 |
| Finansal hizmetler | 3,0 |
| Sağlık hizmetleri | -15,2 |
| Bilgi teknolojileri | -45,2 |
| İnternet | 74,9 |
| Medya ve eğlence | 6,9 |
| Tıbbi araç ve gereçler | -33,3 |
| Yazılım | -11,7 |
| Diğer | 27,3 |
| Belirtilmeyen | 51,8 |

Kaynak: Ramon P. De Gennaro ve P. Dwyer Gerald, "Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups", **Federal Reserve Bank Of Atlanta Working Paper Series**, 2010, s.26

1.1.1.2. Melek yatırımcıların getiri oranlarını etkileyen faktörler

Wiltbank(2005)⁵⁶ çalışmasına göre, çeşitlendirilmiş portföye sahip melek yatırımcılar 10 seneyi aşabilecek bir yatırım dönemi içerisinde %25'lik bir iç getiri oranı elde edebilirler. Aynı çalışmaya göre bir şirketin değerlemesi için harcanan zaman 20 saatten az ise sadece yapılan yatırımın geri döndüğü, 20 saatten fazla vakit harcandığında yatırımcıya 5,9 katı getiri geldiği, 60 saatten fazla zaman harcamanın ise 7,1 katı getiri sağladığı belirtilmiştir.

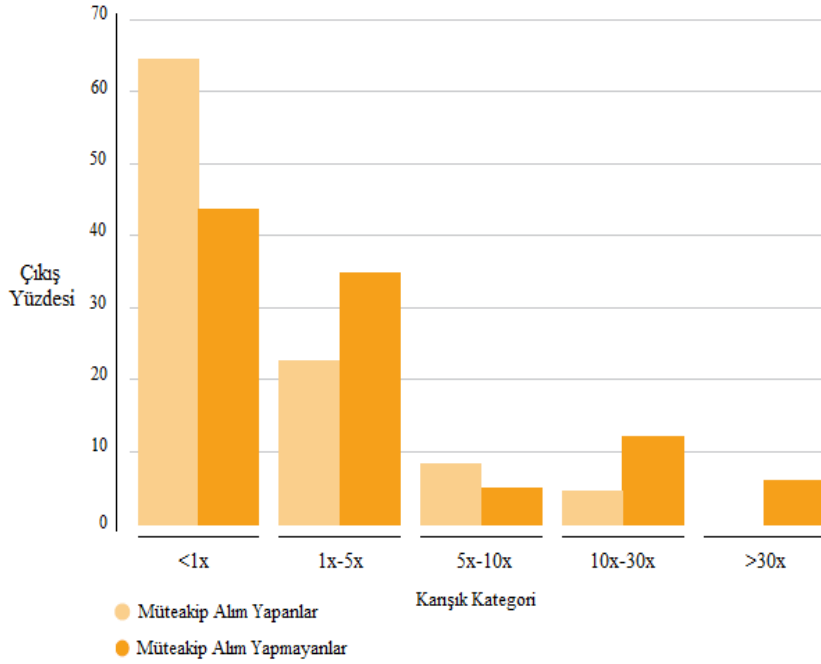
A.B.D. ve İngiltere meleklerinin çalışmasındaki sonuçlar aşağıda özetlenmiştir:⁵⁷

- Müteakip alımlar: Şekil 4'te aynı girişime müteakip alım yapan İngiltere meleklerinin çıkışlarındaki kayıplarda önemli artış olduğu ve karlı çıkışların da çok düştüğü görülmektedir. A.B.D. meleklerinde müteakip alım yapan meleklerin kayıplarının %68 olduğu ve müteakip alım yapmayanların getirilerinin 3,3x, yapanların ise 1,4x kazanç elde ettikleri görülmüştür.
- Girişimci tecrübesinin etkisi: Şekil 5'te girişimci tecrübesi 3 yıldan daha fazla olan İngiltere meleklerinin bilhassa yüksek getiri kategorisindeki kazançlarında artış olduğu görülmektedir.
- Yatırım öncesi değerlendirmesinde harcanan zamanın etkisi: Şekil 6'da yatırım öncesi değerlendirmesine 20 saatten daha fazla zaman harcayan İngiltere meleklerinin başarı oranında önemli bir artış kayıp oranında ise düşüş olduğu görülmektedir. 20 saatten fazla zaman harcayan A.B.D. meleklerinin kazancı 5,9x, daha az harcayanların ise 1,1x olduğu gözlenmiştir. 40 saatten fazla zaman harcayanların ise 7,1x kazandığı belirtilmiştir.
- Yönetim kurulu üyeliğinin etkisi: Şekil 7'de yönetim kuruluna katılan İngiltere meleklerinin kayıplarında düşüş ve bilhassa 10x-30x ve üzerindeki kazançlarda önemli oranda artış olduğu görülmektedir. A.B.D. meleklerinde ise ayda iki kere toplantıya katılanların 4 yıldaki ortalama kazançları 4x, yılda iki kere katılanların kazançları 1,3x olmuştur.
- Endüstriyel tecrübenin etkisi: Şekil 8'de endüstriyel tecrübesi olan İngiltere meleklerinin kayıplarında çok önemli oranda düşüş olduğu görülmektedir. A.B.D. meleklerinde ise endüstri tecrübesi olanların bilhassa yüksek getiri

⁵⁶ Wiltbank, a.g.e., ss.343-357

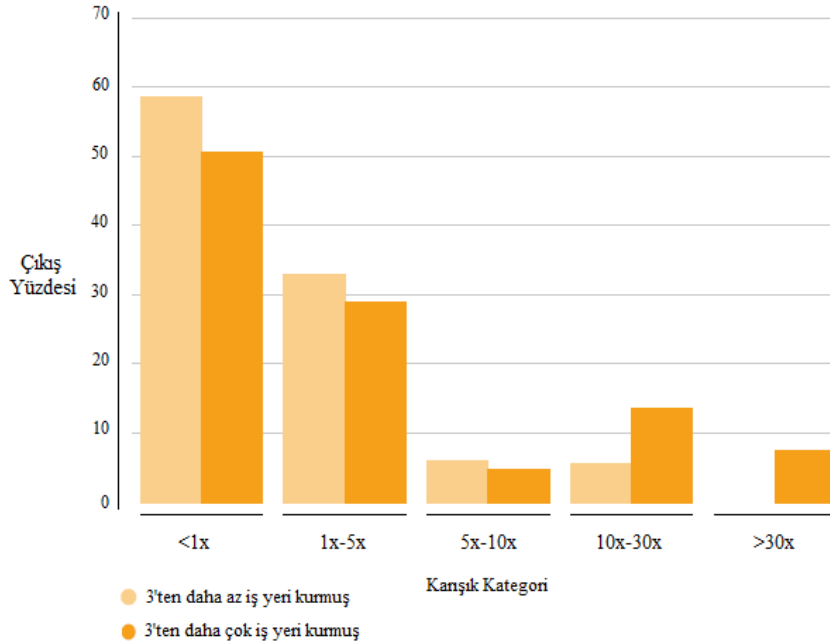
⁵⁷ A.g.e., ss.343-357

kategorisindeki kazançları 2 kat fazla olmuştur.



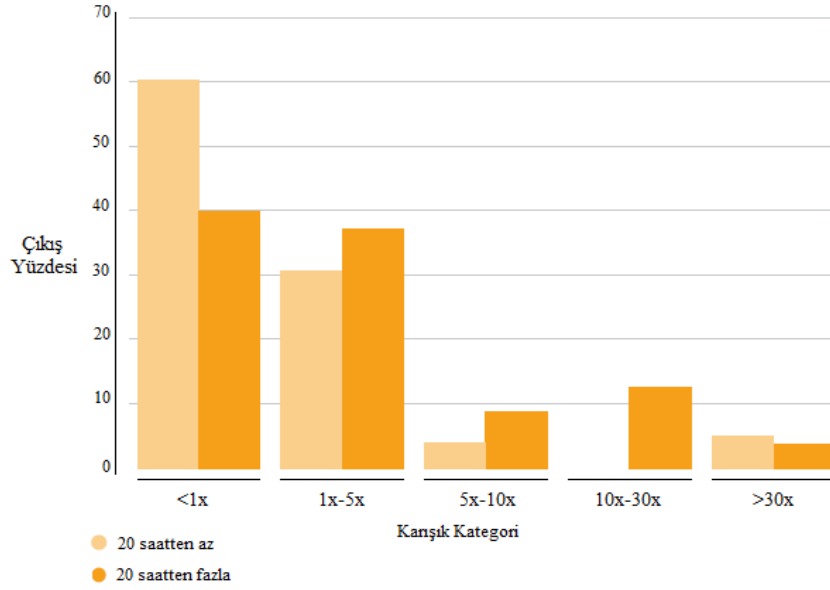
Şekil 4. Müteakip Alımların Getiriye Etkisi.

Kaynak: Robert E. Wiltbank, "Siding With The Angels: Business Angel Investing – Promising Outcomes And Effective Strategies", **British Business Angels Association**, 2009, ss.17-20



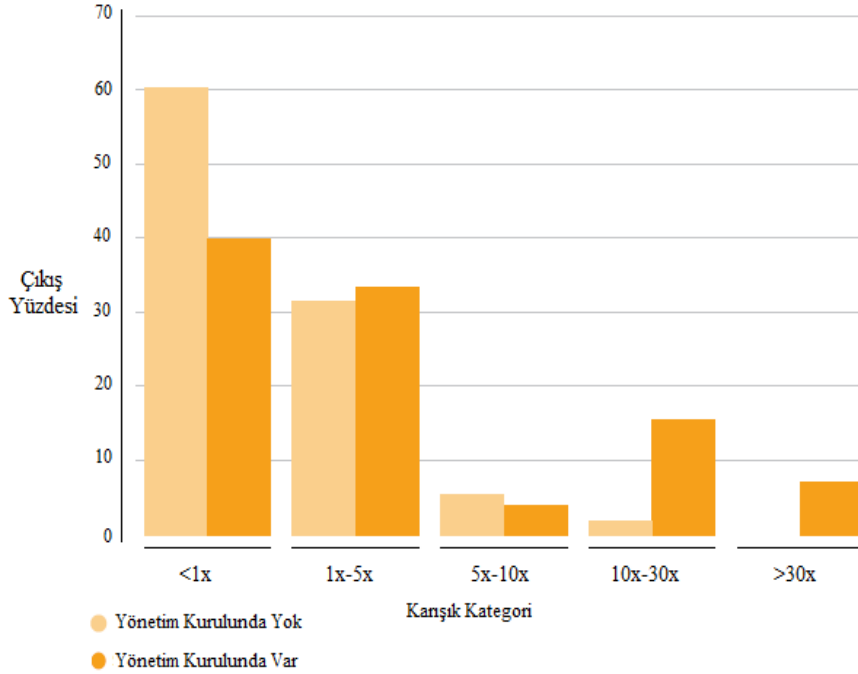
Şekil 5. Girişimci Tecrübesinin Getiriye Etkisi.

Kaynak: Robert E. Wiltbank, "Siding With The Angels: Business Angel Investing – Promising Outcomes And Effective Strategies", **British Business Angels Association**, 2009, s.17-20



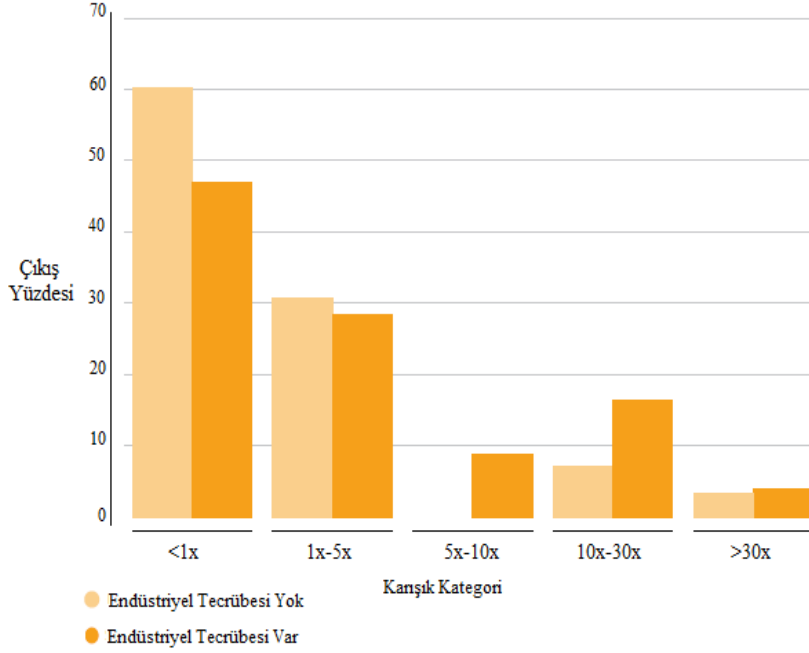
Şekil 6. Yatırım Değerlendirmesi Zamanının Getiriye Etkisi.

Kaynak: Robert E. Wiltbank, "Siding With The Angels: Business Angel Investing – Promising Outcomes And Effective Strategies", **British Business Angels Association**, 2009, s.17-20



Şekil 7. Yönetim Kurulunda Bulunmanın Etkisi.

Kaynak: Robert E. Wiltbank, "Siding With The Angels: Business Angel Investing-Promising Outcomes And Effective Strategies", **British Business Angels Association**, 2009, s.17-20



Şekil 8. Endüstriyel Tecrübenin Getiriye Etkisi.

Kaynak: Robert E. Wiltbank, “Siding With The Angels: Business Angel Investing – Promising Outcomes And Effective Strategies”, **British Business Angels Association**, 2009, s.17-20

1.1.1.3. Formal risk sermayesi yatırımlarının getirisi

Risk sermayesi getirisi, kurumsal yatırım şirketleri aracılığıyla varlıklı kişiler veya kurumlardan toplanan, (sigorta, emeklilik, banka veya diğer şirketlerin nakitleri, vb.) paraların fona dönüştürülerek, kar elde etmek amacıyla belli süreler için işletilmesinden elde edilir. Yatırım kararları ve uygun portföy oluşturulması şirket yöneticisi tarafından yapılır. Yatırımcı(limited ortak) ve kurum (genel ortak) arasındaki kontrat şartlarına göre yaptırımlar ve mükafatlar resmi olarak belirlenmiştir. Kurum belli aralıklarla resmi makamlara rapor vermek zorundadır. Bu yüzden de formal bir yapıdadır. Ancak her yatırım gibi bazı riskler de taşır. Bu tür sermaye grubuna “formal risk sermayesi” denir. Bu tip yatırımlar en erken A.B.D. piyasasında başlamış ve teknolojik ve ekonomik kalkınmada çok önemli katkısı olmuştur. Bu yüzden de en güvenilir ve en geniş piyasa verileri literatürde ve araştırmalarda A.B.D. piyasaları üzerinden karşılaştırmalar olarak yapılagelmiştir. Bu çalışmada da genellikle A.B.D. ve Avrupa birliği verileri kullanılmıştır.

Bir risk sermayesi portföyündeki kişisel yatırımların getirileri çok çeşitli olabilir. Örneğin, 3 risk sermaye şirketinin 1960-1970 yılları arasındaki 110 yatırımının yarısına yakını %10'dan daha az bir getiri sağlamış ve 1/4'ü total kayıpla sonuçlanmıştır. 1965-1984 yılları arasında risk sermayesi yatırımlarının getirisi oldukça iyi gitmiştir. Ortalama 8,6 yıllık bir yatırım sürecinde yıllık getiri oranları %20,6 ve minimum getiri oranı ise yıllık %6 olmuştur. En yüksek ortalama getiri 1982 yılında %27 olmuştur. 1983'den sonra özellikle 80'lerin sonuna doğru getiriler düşmeye başlamıştır. 1984 yılı surveyinde risk sermayesi şirketlerinin çekirdek evresi için istedikleri yıllık getiriler %75'den başlayarak köprü finansmanı için %35 gibi rakamlara ulaşmıştır.

Venture Economics(1997)⁵⁸ verilerine göre, risk sermayesi fonlarının iç getiri performansları kabaca borsa piyasası performansına paralel olduğu ve 10 yıllık elde tutulan hisselerin getirilerinin büyük bir kısmının son 5 yılda elde edildiği ifade edilerek, 1996 sonundaki iç getiri oranının ortalama %20,7 olduğu açıklanmıştır.

Harris, Jenkinson & Kaplan(2013)⁵⁹, Burgiss verilerinden aldıkları 1984-2008 yılları arasındaki yaklaşık 1.400 risk sermayesi fonlarının getirilerini kamu borsası ve diğer bazı borsaların getirileriyle karşılaştırmışlar ve piyasaya endike ayarlanmış performans ile iç getiri oranı ve kazanç çarpanı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışmaya ait değerler Tablo 17 ve Tablo 18'de özetlenmiştir. Risk sermayesi fonları 1990'ların sonuna kadar kamu borsasından daha iyi performans göstermiş ancak 2000'lerde fonun yatırım süresi içindeki değeri %5 daha düşük performans göstermiştir. Eşit ağırlıklı hesaplara göre risk sermayesi fonları borsadan biraz daha düşük performans göstermiş ancak kapital ağırlıklı ortalamaya göre daha yüksek performans göstermiştir. Risk sermayesi fonlarının varyansı yatırım süresiyle orantılı olarak daha yüksek çıkmıştır. İç getiri oranı ve kazanç çarpanı ile hesaplanan değerler 1990'ların orta yıllarında alınan fonlar için oldukça yüksek çıkmıştır. Örneğin, 1996 yılında alınmış fonların en yüksek getirisi %76 ve kazanç çarpanı 6'dan fazla olmuştur. 1998 sonrası dot.com patlaması sonrası risk sermayesinin şansı tersine dönmüştür. 1999-2000'de getiriler negatif ve kazanç çarpanı 1'in çok altına düşmüştür. Genel olarak 2000'lerde düşük ortalama getiriler elde edilmiştir.

⁵⁸ Venture Economics, "Investment Benchmarks", **Venture Capital**, 1997, s.2

⁵⁹ Robert S. Harris, Tim Jenkinson ve Steven N. Kaplan, "Private Equity Performance: What Do We Know?", **Journal of Finance**, 2013, s.33

Tablo 17. 1984-2008 Arasındaki A.B.D. Risk Sermayesi Fonlarının Getirisi.

| Fon Alım Yıl Aralığı | % İç Getiri Oranı | | Kazanç Çarpanı | | Kamu Borsası | |
|-------------------------|-------------------|--------------------|----------------|--------------------|--------------|--------------------|
| | Ortalama | Ağırlıklı Ortalama | Ortalama | Ağırlıklı Ortalama | Ortalama | Ağırlıklı Ortalama |
| 1984-1989 | 12,8 | 15,8 | 2,27 | 2,37 | 0,98 | 1,08 |
| 1990-1999 | 35,2 | 38,6 | 3,56 | 3,76 | 1,99 | 2,12 |
| 2000-2008 | -1 | 0,3 | 1,03 | 1,07 | 0,91 | 0,95 |
| Tüm yılların ortalaması | 16,8 | 19,3 | 2,34 | 2,46 | 1,36 | 1,45 |

Kaynak: Robert S. Harris, Tim Jenkinson ve Steven N. Kaplan, "Private equity performance: what do we know?", **Journal of Finance**, 2013, s.33

Tablo 18. 1984-2008 Arasındaki A.B.D. Risk Sermayesi Getirilerinin Kamu Borsası ve Diğer Borsa Verilerine İndekslenmiş Getirileri

| Fon Alım Yıl Aralığı | S&P | NASDAQ | S&P500 | |
|-------------------------|------|--------|--------|------|
| | | | 1,5x | 2x |
| 1984-1989 | 0,98 | 0,94 | 0,70 | 0,53 |
| 1990-1999 | 1,99 | 1,76 | 1,60 | 1,36 |
| 200-2008 | 0,91 | 0,85 | 0,94 | 0,99 |
| Tüm Yılların Ortalaması | 1,36 | 1,24 | 1,15 | 1,03 |

Kaynak: Robert S. Harris, Tim Jenkinson ve Steven N Kaplan, "Private equity performance: what do we know?", **Journal of Finance**, 2013, s. 36

Shachmurove(2000)'nin⁶⁰ risk sermayesi destekli 3.063 kamu şirketinin 1968-1998 yılları arasındaki 30 yıllık süre için yaptığı yıllık getiri analizlerinde, ortalama borsa çıkışı yıllık getirileri kümülatif %3,3 olmasına rağmen, ilk %10'daki sıralamada bulunan şirketlerin yıllık getirisi %21,9'dan daha fazla olmuştur. Ticari olarak aktif ve aktif olmayan şirketler bazında incelendiğinde, sırasıyla getirilerin -%7,64 ve -%80,69 gibi çok yüksek negatif değerlerde olduğu gözlenmiştir. Ancak en yüksek 1/4 sıralamasına göre alındığında yıllık ortalama getirilerin %12,6 ve daha fazla olduğu dikkati çekmektedir. Bu çalışmada ticari olarak aktif olan firmaların yatırım evrelerine göre borsa çıkış performansı Tablo.19.da gösterilmiştir.

⁶⁰,Yochanan Shachmurove, "An Empirical Investigation of IPO's Annualized Returns In The Last Three Decades", **Caress Working Paper**, 2000, ss.1-23.

Tablo 19. A.B.D. Risk Sermayesi 1968-1998 Yılları Arasındaki İlk Hisse Arzı Çıkışı Ortalama Getirisinin Yatırım Evrelerine Göre Dağılımı

| Evreler | Ortalama Getiri | Medyan | Standart Sapma | Doğrusallıktan Sapma |
|----------------------|-----------------|--------|----------------|----------------------|
| Araştırma/geliştirme | -3,4 | -3,4 | 3,54 | - |
| Çekirdek | -1,68 | -6,8 | 51,16 | 4,26 |
| Başlangıç | 11,62 | 2,95 | 61,52 | 5,02 |
| Erken evre | 11,48 | 3,48 | 75,76 | 4,80 |
| Diğer erken evre | 0,64 | 0,4 | 33,02 | 1,37 |
| 1.evre | 1,34 | 0,15 | 54,51 | 3,08 |
| 2.evre | 55,62 | 2,7 | 241,24 | 6,22 |
| 3.evre | 7,45 | 1,0 | 42,13 | 1,40 |
| Genişleme | 41,44 | 4,7 | 277,81 | 10,44 |
| Genişleme devralması | 33,13 | 15,9 | 82,20 | 3,47 |
| Devralma | 21,34 | 13,3 | 32,57 | 0,07 |
| Diğer devralma | 10,20 | 10,20 | - | - |
| Köprü | 23,28 | 1,0 | 46,49 | 1,22 |
| Kurtarma finansmanı | -1,35 | -3,8 | 29,54 | -051 |
| Kaldıraçlı satış | 11,01 | 8,4 | 27,88 | 1,15 |
| Satınalma | 14,65 | 7,3 | 30,70 | 2,64 |
| Özel durum | 3,07 | -3,6 | 16,81 | 1,42 |
| Bilinmeyen evre | -84,39 | -100 | 59,21 | 8,70 |

Kaynak: Yochanan Shachmurove, "An empirical investigation of IPO's annualized returns in the last three decades", **Caress Working Paper** 2000, s.1-23

Her yatırımcının amacı belli bir süre sonunda iyi bir getiri elde etmektir. Ancak cazip getiriler elde etmek için öncelikle kar elde etmek değil, kötü bir yatırımdan kaçınmayla ilgilenmeli ve yatırımlarından akla uygun ve gerçekçi olabilecek getiri oranları talep etmeleri gerekir. İyi bir getiri, iyi bir değerlendirme yapmanın yanında yetenek, çalışma ve biraz da şansın sonucudur. Tablo.20.de risk sermayesinin hedeflediği yıllık getirilerin evrelere göre dağılımı ve Tablo 21.de bu hedeflerine karşılık aldıkları gerçek getiriler örnek olarak verilmiştir.⁶¹ 1999-2000 yılları arasındaki 1.200 melek yatırımcı ile yapılan çalışmada 8 yıllık bir sürede yatırımcıların %39'unun kısmı veya tamamen kayıp %19'unun başabaş veya nominal getiriler, %30'unun yıllık veya kümülatif

⁶¹ Benjamin ve Margulis, **a.g.e.**, s. 243

toplam %50, %12'sinin ise %100 üzerinde getiri elde ettiği sonucu ortaya çıkmıştır. Halbuki bu yatırımcılar minimum %30 getiri tahmini ile başlangıç evresi yatırımları yapmışlardır. Bu da yatırımcıların getiri tahminlerinde ne kadar yanılabilir olduklarını göstermiştir.

Tablo 20. A.B.D. Risk Sermayesinin Hedeflediği Yıllık Getiri Oranları

| Tanım | Hedeflenen % İç Getiri Oranı |
|--------------------|------------------------------|
| Çekirdek/başlangıç | 60-100 |
| Gelişme | 50-60 |
| Genişleme | 40-50 |
| Karlı/nakit az | 30-40 |
| Hızlı büyüme | 25-35 |
| Köprü/nakit çıkışı | 20+ |

Kaynak: Gerald Benjamin ve Joel Margulis "Angel Capital: How to raise early-stage private equity financing", **John Wiley&Sons,Inc.Hoboken,New Jersey**, 2005, s.243

Tablo 21. Profesyonel Risk Sermayesi Gerçek Getirileri

| | |
|---------------------|------|
| Toplam kayıp | 11,5 |
| Kısmi kayıp | 23 |
| Başabaş | 30 |
| Yatırımın 2-5 katı | 19,8 |
| Yatırımın 5-10 katı | 8,9 |
| Yatırımın 10 katı + | 6,8 |

Kaynak: Gerald Benjamin ve Joel Margulis "Angel Capital: How to raise early-stage private equity financing", **John Wiley&Sons,Inc.Hoboken,New Jersey**, 2005, s.243

Tablo 22'de A.B.D. risk sermayesinin 1988-1998 yılları arasındaki yıllık net getiri oranları verilmiştir.1980'lerin sonuna doğru getiriler çok düşmüş ve 1990'lı yıllarda 1980'li yıllara göre düşük olmasına rağmen, toparlanma göstermiştir. Ancak 2008 yılı krizinden sonraki toparlanma daha yavaş ve eskisine nazaran daha kararlı gitmektedir. Bunda erken evre risk sermayesinin artık daha profesyonelleşmesi ve yatırımlarını daha geç ve hatta çıkışlara ve devralma/satış yatırımlarına yöneltmesinin payı da büyüktür. Fon büyüklükleri 7 milyon doların üzerine çıkmıştır.

Tablo 22. Risk Sermayesinin A.B.D.’deki Yıllık Getirisi (1988-1998)

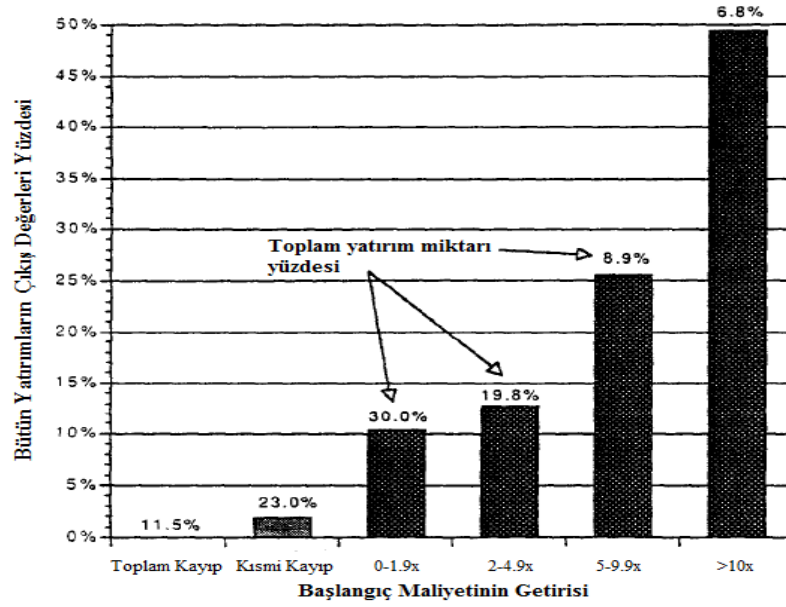
| Yıl | Yıllık Net Getiri % | Yatırılan Sermaye Milyar\$ |
|------|------------------------|-------------------------------|
| 1998 | 17 | 16 |
| 1997 | 29 | 10 |
| 1996 | 42 | 7,5 |
| 1995 | 49 | 4,4 |
| 1994 | 13 | 3,8 |
| 1993 | 18 | 2,5 |
| 1992 | 11 | 2,5 |
| 1991 | 21 | 1,3 |
| 1990 | 2 | 1,8 |
| 1989 | 5 | 2,4 |
| 1988 | 2 | 2,9 |

Kaynak: MIT Entrepreneurship Center, **Venture Support Systems Project:Angel Investors Release1.1**, 2000, s.8

Şekil 9’da bir grup risk sermayesi yatırımlarının 1969-1985 yılları arasındaki kar-zarar dağılımları gösterilmiştir. Başlangıçta yapılan toplam 245 milyon\$ yatırımın değeri 4,3 katı kadar artarak 1.049 milyar \$ son değere ulaşmıştır. Dik eksenle farklı getirileri olan altı grup yatırımın yüzde toplam değeri (1.049 milyar\$) gösterilmiştir. Kolonların tepesinde her grubun başlangıç sermayesindeki payları % olarak verilmiştir.

Şekil 9’daki grafikte kullanılan sermayenin %15’i erken evre yatırımlarında, %65’i geç evrede ve kalan kısmı ise firma satın almalarında kullanılmıştır. Risk sermayesi yatırımlarında başlangıç ile çıkış arasında geçen zaman önemli bir değişkendir. Ortalama yatırımda kalma süresi 4,9 yıldır. 5 katından daha fazla kar getiren yatırımlar, tamamen kaybedenlere göre daha uzun zaman yatırımda kalmış olanlardır. Yatırımın toplam %11,5’luk kısmı ise total kayıptır.⁶²

⁶² Shalman, a.g.e., s. 473-521



Şekil 9. Risk Sermayesi Getirileri.

Kaynak: William A. Shalman, "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations", C.27, 1990, s.473-521

1969-1985 yılları arasında 13 firmanın yaptığı 383 yatırımdan 1/3'ü total kayıp, 2/3'ü ise yatırılan sermayenin iki katından daha az bir getiri ile sonuçlanmıştır. Bazı yatırımlarda ise, yatırımın %6,8'i on katından daha fazla getirmiş ve bu da toplam karların %61,49'unu oluşturarak, portföyün toplam yatırım değerini %49,4 arttırmıştır.⁶³

2000 yılı EVCA raporlarına göre, Avrupa'daki risk sermayesinin, 1996 sonlarına kadar, geç evreye yatırılmış fonların satışından %15,5 gibi çok yüksek getiriler elde edilmiştir. Bu değer erken evre ve gelişme evresinde yoğunlaşmış fonlardan elde edilen %4,5-5,5 gibi getirilerden üç kat daha fazladır. Buna benzer süper performanslar İngiltere, Hollanda, Fransa ve İtalya'daki firma alış veya satışlarında da elde edilmiştir.

Avrupa birliğindeki toplam fonların evrelere ve çıkışlara göre 1980-2012 yılları arasındaki kısa, orta ve uzun vadeli horizon getirileri Tablo 23'de verilmiştir. Buradaki özel girişim sermayesi, borsada hissesi olmayan bütün firma evrelerindeki fonları, genel fonlar yatırım aktivitesi karışık evrelere ve satışlara ait fonları ve dengelenmiş fonlar ise karışık evrelere ait fonlardır. Horizon getirileri fonun başlangıçtaki net varlık değeri ile o süre içinde aldığı değer kullanılarak yapılan hesaplamalardır. Bu değerler endüstrideki

⁶³ Venture Economics, "The Venture Capital Industry: Opportunities And Considerations For Investors", Venture Economics, Inc. Needham MA., 1985, ss.1-2

performans trendlerinin bir göstergesidir. Satış fonları ise müteakip alımlar, kaldıraçlı satışlar, yönetime veya 3. şahıslara satış yatırımlarını kapsar. Yeni girişimlerin bir yıllık getirileri çekirdek, geç evreleri ve satışlar için iyi bir performans gösterirken, yatırım süresi arttıkça getirilerin düştüğü gözlenmektedir. 2012 yılı performansının 2011 yılına göre bu evreler için çok daha iyi gerçekleştiği söylenebilir.

Tablo 23. 1980-2012 Yılları Arasındaki Avrupa Risk Sermayesi Fonları Horizon Getirileri.

| Fon Alım Evresi | 1.Yıl | 3.Yıl | 5.Yıl | 10.Yıl | 20.Yıl |
|----------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Çekirdek/Erken Evre | 11,06 | 0,69 | -1,83 | -1,37 | -0,65 |
| Geç Evre | 14,08 | 4,99 | 0,43 | 0,26 | 3,35 |
| Dengelenmiş Fonlar | 9,53 | 2,96 | -0,68 | 0,57 | 3,89 |
| Tüm Risk Sermayesi | 11,12 | 2,04 | -1,13 | -0,52 | 1,22 |
| Satış | 16,10 | 11,69 | 2,48 | 10,85 | 12,01 |
| Mezanin | 4,07 | 7,69 | 2,56 | 6,21 | 7,26 |
| Genel Fonlar | 6,23 | 0,66 | -2,67 | 5,99 | 12,32 |
| Tüm Özel Girişim Sermayesi(2012) | 15,02 | 9,17 | 1,64 | 8,09 | 10,09 |
| Tüm Özel Girişim Sermayesi(2011) | 3,81 | 8,05 | 2,33 | 6,63 | 9,80 |

Kaynak: EVCA, "2012 Pan-European private equity performance benchmarks study", 2013, s.15

En yüksek ortalama getiriler 1990-1994 (%15,54) ve 2000-2004 (%12,95) yılları arasındadır. Satışlardaki en yüksek getiriler 2000-2004 arasında %18.09 olarak gerçekleşmiştir. En iyi performans gösteren risk sermayesi fonları % 12.98 net getiri ile 1990-1994 yıllarındadır. Bütün özel girişim fonlarında ise 1995 yılında %43,79 ve son on yılda ise en yüksek getiri 2009 yılında %19,2 olarak gerçekleşmiştir.⁶⁴ Bu getiriler JP Morgan Eurobonds(EMBI+) ,HSBC Small Company Equity ve FTSE Europe gibi hisse senedi piyasa verileriyle karşılaştırıldığında risk sermayesi geç evre ve satışta ve özel girişim sermayesi yatırımlarına benzer veya çok az farklılıklarla düşük olmuştur.⁶⁵

Tablo 24’de aynı dönemlere karşılık gelen A.B.D. değerleriyle karşılaştırma yapılmıştır. Avrupa ve Amerika özel girişim sermayesi 3 yıllık fon getirileri Atlantik’in iki

⁶⁴ EVCA, "2012 Pan-European private equity performance benchmarks study", 2013, s.14

⁶⁵ a.g.e., s.21

yakasinda da performansin arttiginı göstermektedir. Risk sermayesi bir yıllık verileri ise Avrupa yakasinda daha iyi performans saglamıştır.

Tablo 24. Avrupa ve A.B.D. için 1980-2012 yılları arası risk sermayesi fonları getirileri

| Fon Evresi | Bölge | 1.Yıl | 3.Yıl | 5.Yıl | 10.Yıl |
|----------------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| Risk Sermayesi | Avrupa | 11,12 | 2,04 | -1,13 | -0,52 |
| | A.B.D. | 5,87 | 8,56 | 3,61 | 2,95 |
| Satış | Avrupa | 16,10 | 11,69 | 2,48 | 10,85 |
| | A.B.D. | 12,66 | 14,81 | 7,42 | 8,45 |
| Tüm Özel Girişim Sermayesi | Avrupa | 15,02 | 9,17 | 1,64 | 8,09 |
| | A.B.D. | 11,18 | 13,44 | 7,03 | 7,39 |

Kaynak: EVCA, "2012 Pan-European private equity performance benchmarks study", 2013, s.19

1.1.2. Melek yatırımcılık prosedürleri

Kişilerin melek yatırımcılık faaliyetinde bulunabilmek için öncelikle, her ülkenin kendine göre hazırladığı yasalarla belirlenmiş ve belli bir gelir düzeyinin üzerindeki kişilere mahsus, akreditasyon sertifikasına sahip olmaları gerekir. Akreditasyondan sonra kişiler bireysel olarak melek yatırımcılık yapabilirler ancak bu tecrübesiz melekler için bir hayli risklidir. Bu yüzden melek ağlarına üye olmak, hem diğer tecrübeli meleklerden ve ağ hizmetlerinden yararlanmak açısından, hem de yasal açıdan (vergi indirimleri ve diğer teşviklerden yararlanmak için) zorunludur.

A.B.D.'de akredite yatırımcı olmak için net varlık veya gelir üzerinden iki türlü akreditasyon olabilir. Securities Act 1933 yılında çıkarılan yasa temel alınarak, section 201(a), Jumpstart our business startups (JOBS) Act Rule501(a)' ya göre,

- Net varlık testi ile belirlenen: Oturduğu evi haricindeki (kişisel veya eşi ile birlikte) net varlığı 1 milyon \$ üzerinde olan kişiler,
- Gelir testi ile belirlenen: Geçmiş iki yıldaki yıllık kişisel geliri 200.000 \$ (eşi ile birlikte 300.000 \$) üzerinde olan ve son yılda da bu düzeyi tutturabileceğini tahmin eden kişiler, akreditasyon sertifikası alabilirler.

23 Eylül 2013 de SEC Rule 506 (c) Regulation D de yapılan değişiklikle, fon veya hisse satın alan kişinin gerçekten akreditasyona uygun kişi olup olmadığının 3.kişilerce makul

bir kanaate dayanarak doğrulanması talep edilmiştir. ACA kendi üyelerine, bu ispatın gerekliliği için temel alınan prensiplerin metodolojisine uygun hazırladığı soruları içeren bir belgeyi başvuru sahibi meleğe doldurtup imzalatarak, bu yasada belirtilen birçok prosedürü ortadan kaldırarak, girişimcilere yardımcı olmaktadır. Bu durum küçük firmalardan hisse alan meleklerle zorluk getireceğe benziyor. Çünkü girişimciye ek bir yük getiriyor ve aynı zamanda yatırımcının kişisel bilgilerinin başkaları tarafından tahkik edilmesi melek yatırımcının yatırımlardan uzaklaşmasına sebep olabilecek yorumları yapılmaktadır. Melek birliklerine kayıtlı olmak için zaten akreditasyon şartının olması gerektiği için melek birlikleri bu durumu lüzumsuz işlem olarak görüyorlar.⁶⁶ Fakat bu düzenlemenin amacı kara para aklanmasına karşı tedbir olarak yapılmıştır. Bir ikinci amacı da crowdfunding şeklinde yatırım yapılabilmesine kolaylık sağlamaktır.

İngiltere'de melek yatırımcı olabilmek için (FSMA)The financial Services and Markets Act 2000 (Financial promotion) order2005 (regulations)' a göre, yüksek net varlıklı kişi veya sofistike yatırımcı olmak üzere iki kategoriden birisine uygunluk sertifikası deklarasyonu imzalamış olmak gerekir. Bu yatırımcılar borsada işlem görmeyen hisse ve fonlara yatırım yapabilirler. Sertifikanın imzalanma tarihini takip eden mali yıldan itibaren geçerli olmak üzere,

Yüksek net varlıklı kişi sertifikası almak için,

- Yıllık geliri 100.000£ üzerinde veya oturduğu evi, sigorta anlaşmaları, emekli maaşı veya ölümü halinde ödenebilecek diğer haklar haricinde, net varlığı 250.000£ üzerinde olması gerekir. Sofistike yatırımcı sertifikası almak için aşağıdaki dört şarttan birine uygunluğun teyit edilmesi gerekir.
- Son iki yılda veya halen yıllık en az 1 milyon £ ciro yapmış olan bir şirketin yöneticisi olmak,
- Son iki yılda veya halen profesyonel kapasitedeki bir girişim sermayesi sektöründe veya küçük ve orta ölçekli bir girişimin finansman provizyonunda çalışmış olmak,
- Son iki yılda borsada işlem görmeyen bir şirkete birden fazla yatırım yapmış olmak,

⁶⁶ David Verrill, Marianne Hudson, “Angel Investors-Critical Initiators of Start-ups and Job Creation”, **Angel Capital Association**, 2013, s.2

- En az 6 aydır bir iş meclisi ağına veya sendikasına üye olmak.⁶⁷

Türkiye'de melek yatırımcılık yapabilmek için 15.02.2013 tarih ve 28560 sayılı ile Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren "Bireysel Katılım Sermayesi Hakkında Yönetmelik" e göre BKY lisansı almak için Hazine Müsteşarlığına başvurmak gerekir. Bunun için aşağıdaki iki şarttan birisine uygunluk aranmaktadır.⁶⁸

Yüksek gelir veya servet kriteri;

- Lisans almadan önceki iki takvim yılı içinde, gayrisafi yıllık geliri 200.000 TL ve üzerinde olan kişiler,
- Başvurdukları andaki sahip oldukları menkul ve gayrimenkul varlıklarından oluşan kişisel servetin toplam değeri 1.000.000 TL olan kişiler,

Tecrübe kriteri;

- Banka ve finansal kuruluşlarda fon veya portföy yöneticisi olarak veya küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin finansmanı, proje finansmanı veya kurumsal finansman birimlerinde veya girişim sermayesi
- Lisans almadan önceki son beş yıl içinde en az iki yıl, yıllık cirosu en az 25.000.000 TL olan bir şirkette müdür veya müdür yardımcısı olarak çalışmış olmak yatırım ortaklıklarında en az iki yıl müdür veya üst düzey yönetiminde çalışmış olmak
- Lisans almadan önce en az bir yıl BKY ağlarının birine üye olmak ve halka açık olmayan en az üç şirkette yatırım yapmış olmak
- Başlangıç veya büyüme aşamasındaki şirketlere destek vermek için kurulmuş olan yurtiçi kuluçka merkezlerinde veya teknoloji merkezlerindeki başlangıç veya büyüme aşamasındaki en az üç şirketin her birine en az 20.000 TL sermaye ile yatırım yapmış olmak.

BKY yatırımdan en az iki yıl çıkmaması şartıyla vergi teşvikinden yararlanabilir. Ancak bunun için mutlaka yönetmelikte belirtilmiş olan sektörlere yatırım yapmış olmak gerekir. 01.01.2014 itibariyle yapılacak olan lisans başvuruları akreditasyon alacak ağlar

⁶⁷ B.B.A.A., "Business Angel Investing: A Guide to the Legal, Tax & Regulatory Issues", **British Business Angels Association**, 2013, s.8

⁶⁸ Resmi Gazete, "Bireysel Emeklilik Tasarruf Ve Yatırım Sistemi Kanunu İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" 29.Haziran.2012, sayı.28338

vasıtasıyla yapılacak. Çünkü her BKY, BKY ağıları kurulduktan sonra mutlaka ağıın üyesi olmak durumundadır. Alınacak lisansın geçerliliği 5 yıldır. Yıllık bazda yapılacak 1.000.000 TL üzerindeki yatırımlara vergi teşviki uygulanmayacaktır. Ancak ortaklık halinde yatırım yapılırsa bu miktar 2.000.000 TL olabilecektir.

1.1.2.1. Melek yatırım ağıları

Melek yatırımcılar formal risk sermayedarları gibi bir rehberde kayıtlı olmadıklarından sermaye arayan girişimci ile yatırım yapmak için teklif arayan meleklerin birbirlerini bulmaları çok zor olur. Çoğu melek iş arkadaşları çevresinden veya tavsiye edilerek bir yatırımcı bulmak zorunda kalır. Bu da onları yatırımdan uzaklaşmaya iten sebeplerden biri olur. Melek ağıları, talep (girişimci) ve arz (iş meleği) taraflarını buluşturmada çok önemli bir rol oynar. Bu iki ekonomik operatör için adeta bir pazar yeri gibidir. Ayrıca girişimci ve yatırımcının birbirlerini bulmak için harcadıkları zaman ve masrafları da ortadan kaldırmış olur. Amaçlarından en önemlisi, girişimcilerin tekliflerini özel yatırımcıların dikkatine sunmak ve uygun bir yolla tanıtmak ve yatırımcıya teklifleri inceleme fırsatı vermeyi sağlamaktır. Bu arada müzakere aşamasına gelinceye kadar geçen zaman içerisinde yatırımcı ve girişimci arasındaki iletişim kanalını açık tutmakta da kolaylık getirir.

Bazı melek ağıları kar amaçlı kurulmamış olup giderleri doğrudan devlet veya bazı kamu kuruluşları (üniversite, araştırma merkezi, ticaret ve sanayi odası v.b) tarafından karşılanır. Yerel, bölgesel veya ulusal bazda hizmet veren bu ağlar halka açık olmayan girişimlere yatırım yapmak isteyen meleklerle girişimcileri tanıtırlar ve bir araya gelmelerine yardımcı olurlar. Yatırım için müzakereye giremez veya hisse alımlarında bulunamazlar. Bunlar klasik tanıtım işlerini yapar, yatırım fırsatları bültenleri hazırlayıp dağıtırlar ve iş melekleri ile girişimci tekliflerine ait bilgisayar veri tabanı oluştururlar. Bu ağlardan yatırım arayan meleklerin daha küçük miktarlardaki sermaye ihtiyacı gerektiren başlangıç ve erken evre yatırımları yaptıkları gözlenmiştir.

İkinci kategori ise finansal yatırım şirketlerinin girişim projelerini incelemeleri için hizmet veren ağlardır. Bunlar yatırımcıyı değil girişimciyi müşteri olarak düşünürler. Kar amaçlı olmayan ağlara göre daha yüksek meblağlarda yatırım limitleri vardır.

Melek yatırımcılara sundukları yatırımları yapabilmeleri için sendika kurmakta proaktif rol oynarlar.

Üçüncü kategori ise ticari amaçlı melek yatırım ağlarıdır. Girişimci ile melek yatırımcıyı buluşturarak eşleştirmek için kurulmuş olan bu özel sektör melek ağları tecrübeli yöneticiler bulundurlar. Bu yöneticiler de finans şirketine yatırım yapabilirler. Hizmetleri ücretlidir. Ayrıca yatırımcının karından belli bir pay da alırlar. Özel sektör melek ağları kar amaçlı olmayan ağlara göre, daha yüksek meblağlarda ve geç evre yatırımları yaparlar. Melek yatırımcılar girişimde pek görev almazlar. Bu işi daha çok yöneticiler yürütürler. Bu bakımdan bu tip melek ağları formal risk sermayesine benzerlik gösterirler. İngiltere'de BBAA(British Business Angels Association),LINC Scotland (the Local Investment Networking Company), ACE-net (Angel Capital Enterprise), EBAN (European Business Angels Network) gibi ağlar halka dönük kar amaçsız kurulmuşlardır. Devlet destekli ağlar giderek azalmış ve yerine daha aktif çalışan, ticari amaçlı kurulmuş, yöneticileri olan, girişimci ile melek yatırımcıya yatırım prosesinin tamamında hizmet veren melek ağları geçmiştir.⁶⁹

Tablo 25. Avrupa'daki İş Meleği Ağlarının Ülkelere Göre Dağılımı

| Sayı | Ülkeler |
|-------|---|
| 1 | Hırvatistan, Finlandiya, Yunanistan, Letonya, Malta, Lüksemburg, Slovenya, Ukrayna |
| 2-5 | Türkiye(2), Bulgaristan(2), Çek Cumhuriyeti(2), Danimarka(3), Macaristan(3), Avusturya(3), Belçika(4), İrlanda(4), Rusya(4), Polonya(5) |
| 6-10 | Norveç(7), İsviçre(8), Hollanda(9), Portekiz(10), İtalya(11) |
| 11-20 | - |
| 21-30 | İsveç(22) |
| 31-40 | İngiltere(35), İspanya(37), Almanya(38) |
| 40+ | Fransa(66) |

Kaynak: Colin M. Mason, " Public Policy Support For The Informal Venture Capital Market In Europe:A Critical Review", **International Small Business Journal**,C.27, 2009, s.37

⁶⁹ Colin M. Mason ve Richard T. Harrison, "Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: Is there still a role for the public sector?", **Small Business Economics**, C.9, 1997, s.111-123.

1.1.2.2. Melek yatırım ağlarının kuruluşu ve faydaları

Avrupa'daki iş meleği ağlarının çoğu yasal olarak kurulmuş, kar amaçsız organizasyonlar, özel yapılar veya kurumlardır. Bölgesel kalkınma temsilcilikleri, üniversiteler veya kuluçka merkezleri de melek ağı kurabilirler. Avrupa ağ federasyonu verilerine göre %64'ü kar amaçsız, %36'sı ise ticari amaçlı kurulmuşlardır.

Melek ağlarının kurulmasında bankalar, sermaye aracı kurumları, risk sermayesi, çekirdek fonları, kuluçka merkezleri, teknoloji parkları, ticaret odaları, bölgesel kalkınma temsilcilikleri, iş dünyasını destekleyen kuruluşlar gibi, bazı iyi bilinen bölgesel kuruluşlar, melek ağlarıyla işbirliği yapmak için davet edilirler. Bu kuruluşlar melek yatırım ağını sadece parasal olarak değil düzenledikleri organizasyonlarla altyapı ve işbirliği ile ve ağ aktiviteleri hakkında bilgi yaymakla da desteklerler.

Bu işbirliği karşılıklı yararlar da sağlar:

- Bankalar için; Yeni müşteriler elde etme ve ya ortak yatırım fonları.
- Kuluçka merkezi için; Yeni müşteri bulma
- Bölge için; Girişimcilik temelini atılması veya yenilenmesi
- Finansal organizasyonlar için; Potansiyel müşteriler
- Çekirdek ve risk sermayesi fonları için; Ortak yatırımlar
- Ticaret odaları için; Üyelerine ek bir hizmet

Üniversitelerin melek yatırım ağları kurma sebeplerini ise şöyle sıralayabiliriz:⁷⁰

- Girişimcilik programının önemli bir parçasıdır
- Fakültede araştırma şansları ve teknoloji transferi
- Öğrenim ve başlangıç fonlarıyla öğrencilere yeni kanalların açılması
- Mezunlarının aktif katılma şansı
- Yerel komitelerle ilişkilerin geliştirilmesi
- Girişimcilerin elindeki para iş kurmaya ve yeni istihdam sağlamaya yarar
- Yatırımcının elindeki para üniversiteye faydalar sağlar
- Öğrencilere etik yatırım standartları modeli oluşturur

⁷⁰ ACEF, "Valuing pre-revenue companies", Ewing Kauffman Foundation, 2007, s.24

Melek yatırım ağlarının bölgeye sağladığı faydalar:

- Bölgedeki potansiyel girişimcilik farkındalığını artırır
- Özel sermaye piyasasını profesyonelleştirir
- Yatırım olasılıklarına konsantrasyonu artırır
- Girişimcilik bilgi ve becerilerinin bir girişimci kuşağından(melek yatırımcı), diğerine(yeni girişimci) transferini sağlar. Zaten bu yüzden de melek yatırıma “akıllı para” denir.
- Özellikle risk sermayesi pazarında ve diğer yatırımcılar için atlama basamağıdır.

1.1.2.3. Melek yatırım ağlarının finansmanı

Ağların devamlılığı için gerekli para çoğunlukla üyelerden alınan aidatlarla sağlanır. Bu sistem üyelik aidatı ve başarılı yatırımların karından belli bir yüzde payı karışımı veya sadece üyelik aidatı şeklinde olabilir. EBAN 2008 verilerine göre, ağların %64’ü yatırımcı aidatı, %30’u ise girişimci aidatından oluşmaktadır. Ayrıca %30 girişimci başarı payı (yapılan yatırımın %1,5-8 kadarı) ve %16 yatırımcı başarı payı (yapılan yatırımın %2-20’i kadarı) da uygulanır. Ağın %2 ile %100’ünü karşılayacak kadar, sponsorluk, Avrupa fonları, ulusal fonlar, bölgesel fonlardan alınabilir. %10-100 kadar kardeş organizasyonlardan veya ortaklar, iş sahiplerinden, özel fonlardan, belediye fonlarından, özel şirket fonlarından, yardımlar, faaliyetler, stajlardan elde edilen gelirlerden sağlanabilir. Her hizmet veren organizasyon gibi ağların bütçelerinin büyük bir kısmı insan kaynaklarına harcanır. Bazı ağlar dönüşümlü olarak gönüllü müdürlerle yönetilebildiği gibi çoğunlukla 2-3 kişiden fazla çalışanı olmaz. Ağların belli başlı üç gider kalemi vardır. Çalışanların maliyeti, pazarlama ve üyelere verilen hizmetlerin organizasyon giderleridir. Promosyon giderleri bütçenin hemen hemen yarısını kapsar. Bunlar farkındalık artırma kampanyalarıdır.⁷¹

1.1.2.4. Melek yatırım ağlarının verdiği hizmetler

Melek yatırım ağlarının üyelerine verdiği hizmetler başlıca şöyledir;

- Potansiyel iş meleklerini tespit etmek, yatırım tercihlerindeki önceliklerini ve motivasyonlarını belirlemek.

⁷¹ EBAN, *Compendium Of Fiscal Incentives In Europe Available To Business Angels*, 2009, s.12

- Potansiyel projeleri seçmek ve üçüncü bir partiye sermaye açmaya istekli girişimcileri belirlemek.

Buluşturma veri tabanı oluşturmak.

- Potansiyel yatırımcılara fikirlerini anlatacak girişimcilerin forumlarını organize etmek,

- İş planı yarışmalarını organize etmek,

- Üyelerine potansiyel teklifler hakkında bilgi veren bülten veya yayınlar, hazırlamak. Şirketler hakkında şu bilgileri açıklar:

- Sektörün aktivitesi,
- İstenen sermayenin miktarı,
- Şirket veya projenin kısa açıklaması,
- Şirket evresi,
- Yatırım bölgesi,
- İrtibat kurulacak kişi,
- Seminerler düzenlemek,
- Melek sendikalarını desteklemek,
- Ortak yatırım fonları dahil koltuk çıkma mekanizmalarını geliştirmek,
- Mentorluk,
- Teklifin kapanmasına kadar girişimci ve iş meleğine yasal destek sağlamaktır.

Melek yatırım ağları girişimciye şu hizmetleri verirler;

- Potansiyel yatırımcılar hakkında bilgi vermek
- İş meleği ile irtibatı hazırlamak
- Finansal danışmanlık
- Görüş kazandırmak
- Buluşturma için yardımcı olmak
- İlave fon yaratmada bilgi vermek

Melek yatırım ağları iş meleğine ise şu hizmetleri verir;

- Yatırımların organizasyonları için forumlar düzenler
- Meleklerle bültenler, dergiler ve kısa haberlerle güncel bilgiler ulaştırır
- Potansiyel kaliteli projelerin veri tabanını hazırlar
- Kişisel tanıştırmalara yardımcı olur.

- Bölgesel tekliflere ulaşımı sağlar
- Diğer meleklerle ortak yatırım olasılıkları için yardımcı olur
- Diğer melek ağları ile ilişkileri sağlar.

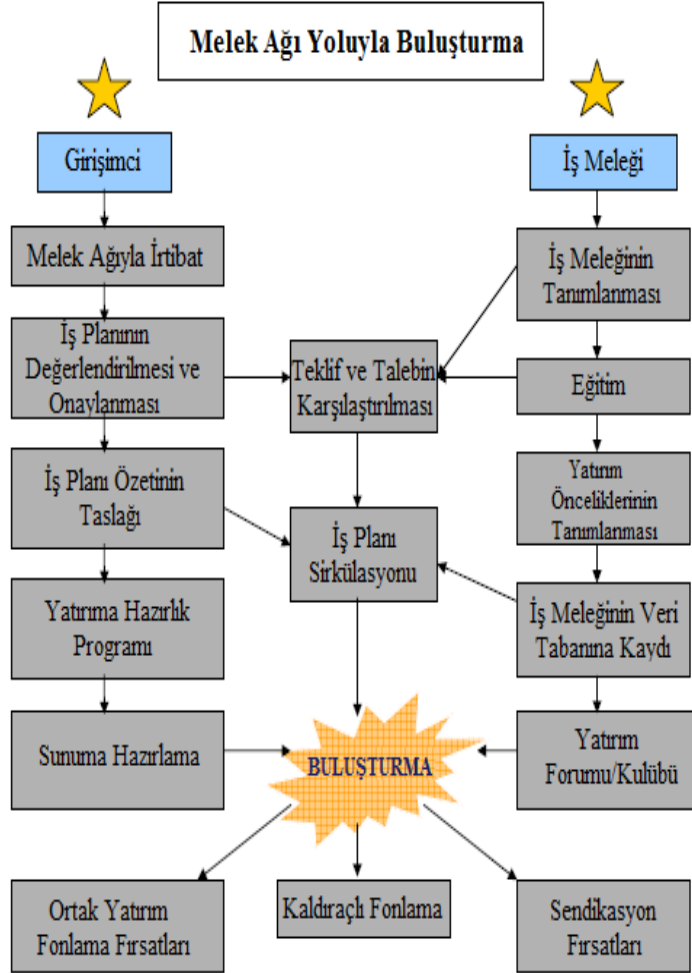
İş melek ağları ve iş meleği akademileri yeni melek yatırımcıları cesaretlendirmek ve yatırım başarısızlıklarını azaltmak için yatırımcının bilinçlendirilmesi amacıyla stajlar verir ve akademik çalışmalar düzenlerler. Bu programlar aktif ve pasif meleklerle, kayıplarla karşılaşarak cesaretleri kırılmış olan meleklerle, portföy yöneticilerine veya melek ağı yöneticisine yöneliktir. Tecrübeli melekler veya akademisyenler tarafından verilir. Belçika'da belli aralıklarla tekrarlanan bir iş meleği akademisi çalışma programının içeriğini örnek verirsek:⁷²

- İş meleğinin rolü: Genel bilgi ve risk tanımlaması, girişimci sisteminde iş meleğinin rolü, girişimci gelenekten gelip iş meleği olmadaki kişisel değişimde yapılması ve yapılmaması gereken durumlar.
- Yatırım döngüsü: genel giriş, bir pratik uygulama, katılımcılarla tecrübelerin paylaşıldığı tartışmalar
- Yatırım fırsatlarının seçimi ve analizi: Bir projenin değerlendirmesindeki kriterler, yaratıcılık hakkında bilgiler, değer yaratacak kaynaklar, bir teklifin incelenerek tartışılması ve sonunda kriterlerle ilgili bir liste oluşturulması
- Yüksek teknoloji girişimciliğindeki en iyi uygulamalar: Girişimin gelişim evrelerine göre gerekli sermayenin planlanması, iş planlaması, pazarlama, yasal haklar, yönetim ekibinin kurulması ve sözleşmelerin yapılması
- Yüksek teknoloji finansmanı ve iş meleğinin destekleme etkisinin optimizasyonu: Değişen ortamlardaki finansal planlama, kullanılabilir finansal kaynakların incelenmesi (öz sermaye, borç ve kamu sektörü desteği)
- İş değerlendirmesi ve riskin azaltılması: Yönetici ekibin, teknolojilerin ve pazarın değerlendirilmesi, yasal muhasebe yönetimi konuları
- Yatırımın değerlendirilmesi: Değerlendirme teknikleri, anlaşmalar ve hissedarların teamülleri
- Yatırım koçluğu; Aktif veya pasif koçluk ve sınırları, girişimci koçluğunda

⁷² EBAN Tool Kit, "Introduction To Business Angels And Business Angels Network Activities In Europe", **European Trade Association For Business Angels, Seed Funds And Othermarket Players**, 2009, s.38-39

yapılması ve yapılmaması gerekenler, profesyonel genel toplantıların nasıl düzeleceği

- ıkış metotları: Yatırımı yapar yapmaz (veya önceden anlaşmaya yazılabilir)ıkış yönteminin hazırlanması, hisselerin satılması ve halka arz konularında bilgilendirme
- Tecrübelerin değerlendirilmesi ve sonuçtur.



Şekil 10. Melek Ağı Yoluyla Girişimci ve İş Meleğini Buluşturma

Kaynak: EBAN, “ Business Angel Networks, Add-On Services, Compendium Of Practices Across Europe“, **European Business Angel Networks**, C.1, 2006, s.9

Bazı iş meleği ağları sadece internet aracılığıyla buluşturma hizmeti verirler. Yapılan tüm araştırmalarda melek piyasasının daima yüz yüze görüşmelerle işlediği gözlenmiştir. Hiç bir melek yatırımcı e-mail kutusuna gelmiş bir iş planını girişimciyi tanımadan internet üzerinden müzakere etmeyi tercih etmez. Bu yüzden elektronik ağ hizmetlerinin melek sermaye pazarındaki payı %1’i geçmez. Meleklerin çoğunun yatırımlarını

yaşadıkları yere yakın bölgelerde yapmak istemelerinin bir sebebi de budur.⁷³

Ancak son yıllarda uluslararası melek yatırımcılığı geliştirmek için internet yoluyla buluşturmaya önem verilmeye başlanmıştır. İş meleği ağlarının en önemli amacı, girişimcilerin iş teklifi önerilerinin yatırımcıların dikkatine sunulması, tanıtımına ve incelemesine uygun bir ortamı, müzakerelere kadar melekler ve girişimcilere açık tutarak girişimci ile yatırımcı arasındaki iletişimi sağlamaktır. Şekil 10'da tipik bir melek ağı buluşturma prosesi görülmektedir. Anlaşma yapmak ve yatırımcı veya girişimciye danışmanlık yapmak veya müzakerelere katılmak ve evrak işlerini yapmak gibi bir fonksiyonları yoktur.

İş meleği ağları bütün bunlardan başka, yatırıma hazırlık programları, girişimin sermayesini arttırmak için ortak yatırım programları fırsatlarının (bankalar, devlet yatırımları, özel kişiler veya kuruluşlar, formal risk sermayesi ile) değerlendirilmesi, sendikalaşma fırsatlarının hazırlanması için diğer meleklerle buluşma platformlarının oluşturulması, hisse ve borç garantileri konularında özel bilgilerin verilmesi gibi hizmetler de verirler. Avrupa birliği ülkelerinde bazı iş meleği ağları için KOBİ yatırımcısına özel, melek yatırımcılara iflas halinde bazı risklerin bir kısmını üstlenebilecek garanti sistemleri geliştirilmiştir. Örneğin, Fransa'da OSEO Garantie, melek yatırımın %70'ini kapsayacak şekilde bir garanti vermektedir. Avusturya'da AWS Equity Guarantees yatırılan miktarın tamamı için, Belçika'da Sowalfin Wallon bölgesi için Walloon İş meleği ağı ve Flemish bölgesinde Vlaanderen iş meleği ağı ile işbirliği yaparak iş meleklerine KOBİ yatırımlarında garanti programı uygulamaktadır. Ulusal bazdaki yatırımlarda bir çok devlet çeşitli fonlar kurarak, bu fonlarla melek yatırım ağları tarafından oluşturulan sendikasyon fonları ile ortak yatırım yaparlar. Örneğin, İngiltere Kasım 2011'den beri Angel co-investment fund (AngelCoFund) adı altında kurduğu bölgesel kalkınma fonundan 50 milyon £'u, iki veya daha fazla melek grubuyla kurulmuş olan sendikalar olmak şartıyla, devlet-özel ortak yatırımı olarak KOBİ'lere yatırım için kullanılmaktadır.

Melek yatırım ağlarının etik meseleleri ve davranış kurallarını içeren anlaşma şartları da vardır. Girişimci ile melek yatırımcı arasındaki buluşturma prosesindeki ilişkileri

⁷³ J.E. Sohl, "Angel Investing: Changing Strategies During Volatile Times", **The Journal Of Entrepreneurial Finance And Business Ventures**, C.11, 2006, ss.27-47

düzenleyen ulusal ve bölgesel ağlar, kendi hazırladıkları ve farklı kodlar verdikleri etik ve yapılan hizmete ait fiyat konusundaki gizlilik kurallarını içeren anlaşmaları, ağ ile melek yatırımcı, ağ ile girişimci ve melek yatırımcı ile girişimci arasında yaparlar. Yatırım riskler taşıdığı gibi karlar da getirir. Bu durum spekülasyonlara açıktır. Ağ yöneticileri bilgileri yatırımcıya aktarır ve yatırımcı bu bilgilerin doğruluğuna, yatırımın kendisi için uygun olup olmadığına kendi karar verir. Bu yüzden doğacak herhangi bir uyuşmazlıkta ağ sorumluluk kabul etmez. Melekler ağa üye olurlarken ağın etik anlaşmasını da imzalarlar. Bu konuda oldukça detaylı bir anlaşma örneği (BBAA) ağı için verilmiştir.⁷⁴

Avrupa'daki iş meleği ağlarının verdikleri ek hizmetlere ilişkin, ortak yatırım fonları, sendikalaşma, diğer yatırım araçları, yatırıma hazırlık programları, iş meleği akademileri, diğer finansal ve finansal olmayan desteklerle ilgili her ülkenin iş meleği ağlarının çalışmaları hakkında detaylı bilgiler www.eban.org. ve www.bbbaa.org.uk. adreslerindeki şu yayınlardan elde edilebilir.⁷⁵

Avrupa ülkeleri arasında, ulusal iş meleği ağları Avrupa düzeyinde birleşerek ulusal ağ federasyonları birliğini kurmuşlardır. BAN(Avrupa Birliği), UKBBAA(İngiltere), BeBAN(Belçika), SECA(İsviçre) gibi.

Amaçları;

- Ulusal ağlar ve Avrupa Birliği yönetimi ile işbirliği yapmak (EBAN/UKBBAA federasyonu gibi),
- İş melekleri ve iş meleği ağları kavramının farkındalığını ve endüstrinin görüşünü arttırmak,
- En iyi deneyimlerin paylaşılmasını sağlamak,
- İş meleği aktivitelerinin istatistiklerini yapmak,
- Etik kurallar ve davranış kurallarını düzenlemek, İş meleği-Girişimci buluşturma fırsatını arttırmak. Eğer iyi bir proje bir iş meleği veya iş meleği ağından yararlanamamış ise bu profilin diğer iş arkadaşı veya ağa verilebilmesi için anlaşmalar yapmak.

⁷⁴ EBAN ToolKit, **a.g.e.**, ss.45-46

⁷⁵ BBAA, **a.g.e.**, ss.1-27

1.1.2.5. Uluslararası melek yatırım ağı faaliyetleri

Melek ağlarının diğer bir fonksiyonu da, gerek ülke içi ve gerekse ülkelerarası diğer melek ağlarıyla birlikte ortak yatırım arayışlarına imkan sağlamaktır. Bilhassa 2008 krizi sonrasında, melek yatırımcılar erken evre yatırımlarını azaltmışlar, formal risk sermayesi ise riskli olan KOBİ'lerin başlangıç ve erken evre yatırımlarından çekilerek daha az riskli olan geç evre veya çıkışa hazırlık evrelerine yatırım yapmayı tercih etmişlerdir. Hatta çoğu sadece portföylerinde bulunan yatırımlardan başka yatırım yapmamışlardır. Birçok büyüme potansiyeline sahip firma sermaye alamadığı için gelişme imkanı bulamadan kapanmıştır. Bu durum A.B.D. ve Avrupa ülkelerindeki işsizliği çok arttırmış ve etkileri halen sürmektedir. Avrupa'daki melekler yatırım alanlarını karşılıklı genişletmek ve ortak yatırım yapmak için, melek yatırım ağlarının ülkeler arasındaki diğer yabancı melek ağlarıyla ilişkilerini geliştirerek, Avrupa'daki erken evre risk sermayesi ve iş meleklerinin sınır ötesi yatırımlarını teşvik etmek ve yenilikçi işlere ortak risk sermayesi arayanları biraraya getirmek üzere, Avrupa Birliği komisyonu, 2006-2008 yılları arasında EASY adı verilen iki yıllık bir proje uygulamıştır.⁷⁶ 11 ülkeden 17 melek organizasyonunun katılımıyla kurulmuş olan bu proje, Greater London Enterprise (GLE) adlı bir ortak tarafından yürütülmüştür. Bu proje kapsamında 1000 yatırımcı 14 yatırım turunda 140 firmaya 16 milyon € yatırım yapmıştır. Bu gün Avrupa Birliği içindeki ülkeler arasında, yenilikçi ve hızlı büyüme potansiyeline sahip KOBİ'lerin erken evre finansmanı için, bütün melek ağı ve organizasyonları tarafından kullanılmak üzere birçok ortak yatırım fonları kurulmuştur. Erken evre risk sermayesinin teşviki için VICO (www.vicoproject.org), EIF(European investment fund) ki Türkiye de, İstanbul venture capital investment (İVCİ) vasıtasıyla bu fondan yararlanmaktadır. Avrupa Komisyonu ekspert grubu COSME ve Horizon 2020 projelerini 2014-2020 yılları arasında uygulamaya koyarak KOBİ'lerin sınır ötesi finansmanları ile girişimcileri destekleyen ortak yatırımları daha da fazla ülkeye yaymayı hedeflemektedir.⁷⁷

Dünyadaki bölgesel iş melekleri ağları birleşerek “Dünya iş melekleri ağı birliği’ni” kurmuşlardır. Avrupa Birliği melek ağı (EBAN) ve A.B.D. Kuzey Amerika melek ağı

⁷⁶ EBAN, “The European Trade Association for Business Angels and Early Stage Investors”, **EBAN Annual Report**, C.1, 2008, s.21

⁷⁷ European Union, "Report of the chairman of the expert group on the cross-border matching of innovative firms with suitable investors," ISBN 978-92-79-25493-2,doi:10.2769/38839, 2012

birliği (ACA) öncülüğünde Nisan 2009' da Dünya melek ağı birliği (WBBA-) kurulmuştur. Aşağıdaki organizasyonlar kuruluşun üyeleridir;

- Angel Capital Association,USA (ACA)
- Arab Business Angels Network,United Arab Emirates (ABAN)
- Australian Angels Investors Association,Australia (AAAI)
- British Business Angels Association (UKBBAA)
- Center for Business Angel Research, China(CBAR)
- France Angels, France
- Indian Angel Network, India (IAN)
- Italian Business Angels Association, Italy (IBAN)
- Red Espanola de Business Angels, Spain (ESBAN)
- Southern Angels, Chile
- Business Angels Association,Turkey, (TBAA)
- European Trade Association for Business Angels and Early Stage Investors (EBAN)
- Federacao Nacional de Associacoes de Business Angels, Portugal (FNABA)
- Angel Association , New Zeland, (AANZ)

Dünya iş melekleri birliği, merkezi Brüksel'de olan ve kar amaçlı olmayan bir kuruluştur. Öncelikli amacı dünyadaki melek ağları arasındaki uygulama ve bilgi akışını sağlamak ve büyüme kapasitesi yüksek olan yenilikçi başlangıç firmalarının finansmanında melek sermayesinin öneminin global ölçekte farkındalığını yaymaktır. Direk üyeleri ulusal federasyonlardır. İş meleği grupları veya iş meleği yatırımcısı doğrudan üye olamaz. Diğer amaçları ise,

- Yerel, bölgesel, ulusal ve uluslararası melek yatırım kaynaklarına ulaşmak ve bilgi sağlamak için elektronik ortam geliştirmek,
- Üyeleri arasındaki iletişimi sağlamak ve fikirleri hakkındaki bilgileri yaymak için bir web kurmak,
- İş meleği finansmanı, yenilikçilik ve girişimcilik ile ilgili dünya çapındaki en iyi uygulamalar hakkında bilgiler toplamak ve bunları web sitesi aracılığıyla yaymak,
- Her yıl dünya üyelikleri için toplantı yapmak
- Birçok iş meleğinin katılımıyla sınır ötesi yatırımları arttırma olasılıklarının fizibilitesini çalışmak
- Melek yatırımcılıktaki en iyi örnekleri paylaşmak ve uluslararası melek

yatırımcılığı geliştirmek

- Melek yatırım pazarını dünya çapında araştırmak ve koordine etmek
- Melek yatırımcılık ile ilgili terimleri uluslararası düzeyde standardize etmek
- Girişimci-yatırımcı buluşturma işlemlerini gerçekleştirmek
- Ulusal yatırımcılara uluslararası konferanslar düzenlemek

1.1.2.6. Melek grupları ve sendikaları

Ulusal melek birlikleri ve federasyonları dünyanın her yerinde, ülke içindeki melek sermaye pazarının gelişmesini desteklemek ve hükümetlere karşı melek yatırımcıların söz hakkını temsil etmek için kurulmuşlardır. Meleklerin kendi aralarında ağlar kurmaları, endüstride varlıklarının farkındalığını arttırmak, veri toplamak gibi işlevleri vardır. Ancak yatırım veya girişimci-melek buluşturması yapamazlar. Ulusal melek birlikleri erken evre formal risk sermayedarlarını da üye alabilirler.

A.B.D. ve diğer birçok ülkede melek yatırımların çoğu kişisel veya yasal melek grupları ve sendikaları aracılığıyla yapılmaktadır.1990'ların ortasına doğru melekler organize olarak ortak yatırım yapmaya başladılar. Bu çıkış önce A.B.D. de Silikon vadisinde 1995 yılında "The Band of Angels" adı ile ilk organize sendikasının kurulmasıyla başladı. Daha sonra Tech Cost Angels, Sierra Angels, Common Angels(1997) ve The Diner Club(1999) da kuruldu. Melek grubu organizasyonlarının sayısı 1996-2006 arasında 250 nin üzerine çıktı. ACA (The Angel Capital Association) A.B.D. de 2003 yılında, veri toplama, lobi yapma ve melekler arasında iyi tecrübelerin paylaşılması amacıyla kurulmuş ve 200 üzerinde formal melek grubu üyesi vardır. Bu gün melek gruplarının yatırımcı tipine ve endüstriyel iş kollarına göre özelleşmiş olan grupları da bulunmaktadır. İskoçya gibi çok küçük bir piyasa ekonomisine sahip bir bölgede iş melekleri sendikası sayısının 2000-2012 yılları arasında 2'den 20'ye çıkması Avrupa'daki diğer bölgelere göre pazar organizasyonundaki en radikal değişimin İskoçya'da olduğunu göstermektedir. Hatta ilk iş meleği sendikası "Archangels" 1992'de A.B.D.'deki sendikalardan daha önce kurulmuştur. Eğer İskoçya A.B.D.'nin bir eyalet olsaydı, yatırım aktivitesi açısından bu gün 11th sırada olacaktı.⁷⁸ Avrupa'da da son yıllarda iş meleği sendikalarının çoğaldığı gözlenmektedir. Çok tecrübeli melekler

⁷⁸ Geoffrey Gregson, Sacha Mann ve Richard Harrison, "Business angel syndication and the evolution of risk capital in a small market economy: Evidence from Scotland" **Managerial and Decision Economics**, C.34, 2013, ss.95-107.

arasında sendikasyon oranı yüksektir. Sendikaların büyüklüğü yatırım yapacakları sektörlerdeki tercihlerine göre değişir. EBAN(2008)⁷⁹, yıllık araştırmasına göre sendikaların %86 gibi büyük bir kısmı 100den az üyeye sahiptir.% 82'si bilgi iletişim teknolojisi, %53'ü biyoteknoloji ve %51'i yazılım/medya sektörüne yatırım yapar. Dünyada, özellikle İngiltere, Kanada, Avustralya, Yeni Zelanda gibi birçok ülkede melek grupları ve sendikalarının kurulması A.B.D.'ye paralel gelişmeler göstermiştir.⁸⁰

Melek sendikalarının kurulmasındaki başlıca sebepler, 2000'lerin başlarındaki yaşanan dot.com kriziyle formal risk sermayesinin erken evre yatırımlardan çıkarak, meleklerin yatırım yaptığı başlangıç firmalarının gelişme evresine geçmeleri için gerek duydukları hisse alım turlarına katılmamalarıdır. Melekler ise daha ileri evrelere müteakip alım yapmaları için yeterli paraya sahip olmamaları dolayısıyla diğer meleklerle birleşerek gruplar veya sendikalar halinde yatırım yapma yoluna giderek bu boşluğu kapatmaya çalışmışlardır Meleklerle formal risk sermayedarlarının çıkıştaki anlaşmazlıkları da ayrıca bir sebeptir. Melek yatırımcılar için uygun olan bir hisse değerini, risk sermayesi yatırımcısı kendi istediği getiriye uygun bulmayarak reddeder. Meleklerin gruplar halinde müteakip yatırımlara da katılma şanslarını artırmaları, formal risk sermayesinin girmesiyle hisselerinin seyrelmesi tehlikesini de azaltmış olur. Bazı girişimlerde çıkışa kadar sadece melek yatırımcıların olduğu durumlar da vardır. Melek grupları üyelerini gruptaki üyelere veya gruba sponsorluk yapanlardan birinin daveti ile alır. İlk toplantıya misafir olarak katılır. Grup için belirlenmiş şartlara uygunluğu incelendikten sonra kabul edilir.

Ticari melek ağları/ grupları/ ve sendikalarının yönetimi iki şekilde yapılabilir;

- Üye liderliğindeki ağlar: Bazı ağlarda yönetici liderlik veya şampiyon liderlik, grubun içindeki en tecrübeli ve en saygın melek tarafından yapılır. Gelen teklifleri seçmek ve yatırıma değer olabileceklerin ön değerlendirmesini yapmak için üyeler arasından seçilen küçük gruplar oluşturulur. Seçilen projeler bütün üyelerin hazır bulunduğu bir toplantıda tartışılır. Uygun bulunanlar için girişimci sunumları organize edilir. Yatırıma uygun bulunan teklifler için melekler detaylı iş değerlendirmesi yapmak üzere çalışmaya başlarlar. Diğer üyeler finans, üye sayısının arttırılması ve

⁷⁹ EBAN, "The European Trade Association for Business Angels and Early Stage Investors", **EBAN Annual Report**. C.1, 2008, ss.6-30

⁸⁰ OECD, **Financing High Growth Firms: The Role of Angel Investors**, 2011, ss.16-25

iletişimlerden sorumludurlar. İdarecilik için yardım sıklıkla, yerel hizmet sunucularından, girişimcilik merkezlerinden bedeli ödenerek sağlanır veya ağ tarafından kiralanır.

- Yönetici liderliğindeki ağlar: Bazı ağlarda organizasyonu yönetmek için tam veya yarım zamanlı profesyonel yöneticiler çalıştırılır. Yönetici teklifleri alır ve bir ön elemenden geçirir. Yatırıma değer olanları seçer. Girişimciye sunumundan önce koçluk yapar, üye etkinliklerini koordine eder, üyeler arasındaki iletişimi ve halkla ilişkileri yönetir. Üyeler sadece yatırım kararlarına konsantre olurlar ve yapacakları yatırımların yapısal şekli ile ilgilenirler. Seçilen projelere 10-15 dakika sunum ve 45-60 dakika soru-cevap için zaman verilir. Sunum sonrasında sadece meleklerin olduğu bir toplantı yapılır ve ilgilenen melekler 2 saat içinde iş değerlendirilmesine başlar. Yatırım yapılacak şirket bir hafta içinde ziyaret edilir. Kabul edilmeyen proje sahipleri başka ağlara yönlendirilir.

Mason(2007)⁸¹, sendikaların girişimci teklifi akışlarına erişimin artırılmasının bir yolu, yatırımcı riskinin çeşitlendirilmesi, yatırım seçiminin kalitesini artırma, yeteneklerin seferber edilmesi gibi faydalarına ait bulguların, teorik temellere de oturtulması gerektiğini vurgulamıştır. Bunun için, network teorisi ve firmaya ait teorileri (kurumsal teori, kaynağa dayalı teori, kontrat teorisi ilişkisi, neo-kurumsal teori), yönetici liderliğindeki iş meleşği sendikalarına uyarlamıştır.

- Yönetici liderliğindeki sendikaların çalışma kuralları, rehberliği ve normları pazar etkisini daha çok artırır(neo-kurumsallaşma teorisi),
- Bireysel yatırımcılar, akıllı yatırım kararlarının alınmasındaki araştırma maliyetlerini ve evrak işlerini en aza indirger (kurumsallaşma teorisi),
- Kaynakları toplar ve koordine eder, organizasyon kültürünü yönetir ve kaynakları seçim becerisiyle yeniden kişisel yatırımcıların faydasına sunar (Kaynağa dayalı teori),
- Bireysel yatırımcılar için anlaşma aktivitelerini azaltır (anlaşma teorisi ile ilintisi),
- Yatırımların desteklenmesinde birçok yatırım ağına aynı anda yardımcı olur (ağ teorisi).

Mason (2007)⁸², bu çerçevede yönetici liderliğindeki iş meleşği sendikalarının tarifini,

⁸¹ Colin M. Mason, "The lifecycle of Entrepreneurial Ventures", **International Handbook of Entrepreneurship**, 2007, ss.259-299

⁸² **A.g.e.**, ss.259-299

“İş meleği sendikaları, yatırımcı üyeler adına, ağlar ve yatırım aktivitelerini birleştiren, koordine eden ve kaynakların yönetimini düzenleyen bir pazar mekanizması ve sosyal kurumdur” şeklinde yapmıştır.

Melek gruplarının ortak yapısı, yatırım kararlarını meleklerin kişisel olarak vermeleri, bütün çabalarını iş değerlendirmesinde toplamaları, yatırımı tek bir anlaşma planıyla yapmaları gibi bir yatırım yapısı meleğin yatırım sermayesinin kontrolü için gerekli olan her şeyi yansıtır. Diğer bir alternatif yapı ise bütün üyelerin belli bir miktar para ile yatırım fonu havuzuna katılarak, oylamayla evet veya hayır şeklinde yatırıma karar vermeleridir. 10 üyeden az olan melek gruplarında oy birliği ile karar verilir. Daha büyük gruplarda daha farklı geçmişe sahip üyeler olduğu için oybirliği ile karar vermek zordur. Çoğunluğun oyu ile portföyün çeşitlendirilmesi sağlanır. Ancak burada memnun olmayanlar da çıkacaktır. Aktif bir melek grubu oluşturmak için üyelerin niyetlerinin de uyuşması gerekir. Bunun için meleklerin üyelik anlaşmasına veya yönetim şartlarına her üye için grup yatırımına katılmalarının zorunlu olduğu yıllık minimum miktarı belirten bir madde konur. Anlaşmada genel olarak, üye kimliklerinin, şirket verilerinin, yatırım öncesi iş değerlendirmesi raporlarının ve müzakere tutanaklarının ve kişisel yatırım taahhütlerinin gizliliği ile ilgili şartlar da vardır.

Melek grubunun amacı melek yatırımlarda ve bölgedeki yenilikçiliklerin ticarileştirilmesinde lider kaynak olarak görülmektir. Bunun için de halkla ve medya ile ilişkilerini geliştirmeleri gerekir. Kulüpler, dernekler, ticaret odaları, üniversiteler ve endüstriyel ortamlarda konferanslar ve forumlar düzenlemek, ağlarda ve eğitim alanlarında, medyada melek gruplarının faaliyetlerini açıklayan görüşmeler yapmak, Bültenler hazırlayıp dağıtmak gibi birçok organizasyonlar düzenlerler. Melek gruplarını bir arada tutmak için ise bir kulüp havası oluşturmak, sosyal etkinlikler düzenlemek ve diğer ağlarla sıkı ilişkiler kurmak gerekir.

Melek grubunun devamlılığı için fonlama, organizasyon, teklif akışı, yeni üye kaydetme, yatırımdan çıkış gibi çok disiplinli bir proses gerekir. Grup sürdürülebilirliğinin sağlanması için en iyi yol aktif üye olmaktır. Yatırımcılar sadece iyi bir getiri elde etmek için organize olduklarını değil, kolektif tecrübeleri ile şirketi en iyi şekilde nasıl büyütebilecekleri ve diğer kaliteli yatırımları nasıl çekeceklerine dair ortak ilgi alanları oluşturmalıdırlar. Mentorluk yapmak, yatırım yaptıkları şirketle güçlü ilişkiler kurmak

ve hem şirketin yararına ve uzun süre hayatta kalmasına hem de melek grubunun uzun süre bir arada olmasına yardım eder. Bir grubun içinde bir tek uyumsuz kişinin bulunması grubun dağılmasına sebep olur. Böyle bir kişi bütün üyelerin katılımıyla çıkarılabilir. Üyelik aidatı da iade edilir. Üye memnuniyetinin ve grubun hedeflerinin yerine getirilip getirilmediğinin nicel olarak ölçülmesi zordur. Yeni bir melek grubu için yatırımın getirisini ölçü olarak kullanmak mümkün olmaz. Çünkü erken evre yatırımlarında getiri en az 3-4 yıl içinde alınabilir. Bunun yerine üyelerini elde tutma başarısı, yatırım yapılan şirketlerin sayısı, yeni üyelerin üye tavsiye etmesi, yatırım yapılabilecek şirketlerin üye tavsiyeleri gibi kriterler başarı ölçüsü olarak kullanılabilir. Kaliteli tekliflerin gelmesi de üyelerin gruptaki aktif yatırım prosesine katılmalarını teşvik eder.⁸³

İş meleği sendikalarının yatırım performansı üzerindeki kritik başarısını etkileyen faktörleri şöyle sıralayabiliriz:

- Sabırlı yatırımcıların olması (likidite bekleyişi için),
- Düzenli çıkış yapma ihtiyacı ve karların geri dönüşümü (yatırımların sürekliliği için),
- Profesyonellikte yarışabilecek kararlı bir yönetim,
- Pazardaki marka saygınlığı (iş çevresindeki itibarı için).

İş meleği sendikası yöneticisinin görevleri;

- Teklif akışı taleplerini düzenlemek,
- Şirketlerin ön seçimi,
- Reddedilen şirketleri diğer kaynaklara yönlendirmek,
- Koçluk sunumu yapmak,
- Lojistik koordinasyonu sağlamak,
- Tekliflerin değerlendirilmesi,
- Yasal kurumlarla koordinasyon,
- Sendikasyon lojistikleri,
- Üye veritabanı, profilleri ve görüşmeleri,
- Üyelik kayıtları ve yeni üye bulunması,
- Web sitesini yönetmek,

⁸³ W. Daniel Mothersill (Ed.), "Age Of The Angel:Best Practices For Angel Groups ", **National Angel Organization, Canada**, 2009, ss.8-17

- Medya ilişkileri,
- Melek eğitimi, toplantıların organizasyonu,
- Sponsorluk araştırması,
- Bütçe, defter tutma, ofis yönetimi,
- Hisse sahipleriyle ilişkileri yönetmektir.

A.B.D.'deki melek grupları aktivitesi ile ilgili çalışma yapan Shane&Malachi(2007)⁸⁴, şu bulgulara yer vermiştir;

- Melek grupları yerleşim bölgelerine göre farklılıklar gösterirler. Örneğin, Kaliforniya'daki melek grupları daha çok üyeye sahiptirler. Daha fazla şirketi finanse ederler, diğer eyaletlerdeki gruplardan daha fazla fon taahhüdünde bulunurlar. Önceki yıllarda yenilikçi aktivitesi yüksek olan metrolardaki melek gruplarının üyeleri artış gösterir ve girişimci sunumundan sonra, soru cevap kısmına daha uzun süre verirler. Dış yatırım aktiviteleri fazla olan yerlerdeki gruplar ise her toplantıda daha çok sayıda girişimci sunuma yer verirler.
- Melek grubunun kuruluş yaşı arttıkça üye sayısı da artar. Daha fazla şirketi finanse ederler ve girişimci sunumuna genç melek gruplarından daha fazla süre tanırırlar.
- Şirket formundaki melek grupları daha çok üyeye sahiptirler. Sınırlı sorumlu şirket (LTD) yapısında olanlar, anonim yapıdakilere göre daha sık toplantı yaparlar ve daha yüksek aidat öderler. Kar amaçlı olmayan karşılıklı dayanışma kuruluşları, girişimciye sunum için daha az zaman verirler. Aidatları daha yüksektir. Diğer melek gruplarına göre fon taahhüdünde bulunmazlar.
- Belli bir bölgeye sınırlı olan melek grupları daha az üyeye sahiptir. Aidatları düşüktür ve 150.000\$'dan daha az bir yatırım turuna katılırlar.4 saatlik sürüş mesafesindeki yatırımları tercih eden melek grupları 150.000\$'dan daha yüksek alım turlarına katılırlar.
- Yönetici idaresindeki melek grupları daha fazla çalışana sahiptir ve girişimciye daha kısa sunum süresi tanırırlar. Fon taahhüdünde bulunmazlar. Sidecar fonu (A.B.D.'deki bazı büyük ve eskiden beri yerleşik olan sendikalar melek grubu yanında diğer kurumlar ve yüksek servete sahip kişilerin paralarını da taahhüt edilen fon olarak fonlarına katabilirler) olan gruplar daha sık toplanırlar ve fon taahhüdünde bulunurlar.

⁸⁴ Scott Shane ve A. Malachi Mixon, "Angel Groups: An Examination of The Angel Capital Association Survey", **III Professor of Entrepreneurial Studies Department of Economics Weatherhead School of Management Case Western Reserve University**, 2007, ss.1-16

- Geç evre yatırımlarını tercih eden gruplar daha çok fon taahhüdünde bulunurlar ve genişleme evresi yatırımını tercih eden melek grupları ise daha yüksek aidat öderler. Melek grup veya sendikaları ile yatırım yapmanın faydalarını kısaca şöyle özetleyebiliriz;
- Melek sendikaları görünür olduklarından girişimcilerin ulaşması kolaylaşır. Girişimcilerle ilişkiler daha kolay kurulduğundan daha fazla miktarda teklif talebi gelir,
- Yüksek miktarda teklif alındığından, sendikalarda teklif başvurularının yapılması, ön elemelerden geçirilmesi ve yatırım anlaşmalarının yapılması profesyonelce ve standartlaştırılmış prosedürlere göre yürütülmektedir. Bu da girişimci için büyük kolaylıklar sağlar,
- Piyasanın arz tarafını canlandırırlar. Sendikalar, yatırım yapmak isteyen ancak zamanı, bilgi kaynakları, yatırımcılık tecrübesi olmayan ve yatırıma katkısıyla değer veremeyeceğini düşünen yüksek net gelire sahip kişileri (pasif melekler) yatırıma çekebilecek bir ortam oluştururlar,
- Ağları ve tecrübeleri olan kişisel melekler için de sendikanın bir parçası olarak yatırım yapmaları risk azaltıcı bir faktördür. Yatırımlarını daha geniş bir yelpazeye yaymalarına ve dolayısıyla çeşitlendirerek risklerini azaltmaya yardımcı olur,
- Grup yetenek ve bilgisiyle yatırım fırsatlarını inceler. Deneyimli aktif meleklerin olması daha üstün kalitede karar verme ve yatırım yapma ve daha etkin bir yatırım sonrası desteği verme olanağı sağlar,
- Grup halinde ilk defa yatırım yapmış olan melekler, aynı fikirdeki diğer üyelerle dostluklar kurarak gruptaki daha tecrübeli meleklerden öğrenme fırsatları yakalarlar. Sendikalar, parasını diğer yatırım araçlarında değerlendirmek isteyen, tam zamanlı melek olmak isteyen kişilere de çekici gelir. Melek sendikaları erken evre risk sermayesini arttırır ve etkin bir verimlilikle yatırıma dönüştürür,
- Kişisel meleklerin yapamayacakları miktardaki büyük yatırımları, oluşturdukları fon havuzundan kullanarak grup halinde yapabilirler. Formal risk sermayesinden kalan 500.000-5 milyon \$ arasındaki sermaye boşluğunu bu şekilde doldurma fırsatı yaratırlar. Müteakip alımlara girebilirler,
- Her melek aynı yatırıma küçük miktarlardaki parayla katılabildiği için yatırıma ayırdığı parasıyla daha fazla sayıda projeleri finanse etme şansı elde eder. Böylelikle portföy çeşitlendirmesi de yapmış olur,
- Yatırım iş değerlendirmesinin yüksek olan maliyeti gruptaki diğer meleklerle

paylaşıldığı için kişi başına düşen miktar azalır,

- Müteakip alımları yapabildikleri için aynı firmadaki hisselerinin seyrelmesini de önlemiş olurlar. Aksi takdirde dışarıdan gelen bir yatırımcı, büyük ihtimalle formal risk, hem meleği ve hem de girişimciyi zayıf müzakere pozisyonuna sokacak ve uygulayacağı katı ve karışık kontrat şartlarıyla işleri zorlaştıracaktır.
- Formal risk sermayesi melek yatırımcıyı genelde amatör olarak görür. Melekten sonraki ilk alım turunda formal risk sermayesinin bulunması, şirket değerini olduğundan fazla göstermeye meyilli oldukları için, diğer alım turlarında sermaye bulmayı zorlaştırır. Fakat sendikaların profesyonelliği ve kalitesi dolayısıyla, risk sermayesinin bu yatırım fonlarına daha değerli bakmasına sebep olur. Bu da melek sendikalarından yatırım almış erken evre firmalarının gelişme ve geç evre finansmanında kolaylık ve güven oluşturur.
- Girişimci ile daha yakın olmaları bilgi asimetrisi ve belirsizliği azaltır. Ağlardan bilgi akışı olduğu için diğer ağlarda reddedilmiş olan girişimlere daha dikkatli tarama yapılarak olumsuz seçim riski de azalır.

Melek yatırım organizasyonları bazı yönlerden geleneksel meleklerle göre, daha çok formal risk sermayesine benzemeye başlamışlardır. Risk sermayesi ağlarla organize olmuş melekleri erken evre risk sermayedarlarına eşit görürler. Kişisel meleklerle göre çok daha yüksek miktarlardaki yatırımlara ve hatta genişleme evresine de yatırım yaptıkları için risk sermayesine benzer, daha masraflı kontratlar yaparlar.⁸⁵

Sendikalaşma ile yatırımın faydaları olduğu gibi asıl erken evre melek yatırım piyasasına bazı olumsuz etkileri de vardır. Sendikanın büyümesi için ilişkilerin geliştirilmesi, daha büyük tekliflere yatırım yapabilmesi, uzun ömürlü geniş bir portföye sahip olması, müteakip alım ihtiyacına daha fazla cevap vermesi gerekir. Sendikanın büyüyerek yatırım kapasitesini arttırması, daha fazla alım turları yapması gibi faktörler yatırım sürecinin zamanını ileriye kaydıracağı için daha az çıkışlar olur. Bu durum likiditeyi azalttığı için yeni girişimciler için sermaye boşluğu oluşturmaya başlamıştır. Yeni girişimcileri finanse edecek yeni melek üyelerin düzenli olarak sendikaya katılmasını sağlamak gerekmektedir. Ayrıca meleklerin en özelliği olan yatırım sonrası firmaya verdikleri mentorluk ve diğer hizmetler çok vakit alıcı faaliyetlerdir. Geniş ve uzun ömürlü bir portföye sahip olduğu için ve melekler bu işe kendilerini kaptırdıkları

⁸⁵ D.M. Ibrahim, "The (Not So) Puzzling Behavior Of Angel Investors. Vanderbilt Law Review", *Arizona Legal Studies Paper*, C.6, 2008, ss.7-16.

için üzerlerinde çıkış baskısı hissetmezler. Portföy yatırımlarının sayısı çok arttığında (26 ve üzeri) sendikanın yatırım yönetimi artık tam profesyonelleştiğinden daha çok yatırımı yönetebilme becerisi kazanır. İlk hisse arzı ile yaptığı çıkış çok başarılı olduğu takdirde (%300 üzerinde), bu şartlardaki bir sendikanın daha fazla yatırım yapması ters etki yaratır. Yüksek sayıdaki kayıplar veya düşük seviyeli yeni yatırımlar yerine, az sayıdaki yüksek getirili büyük yatırımlar yerel ekonomide sendikaya büyük ün kazandırır. Bu yüzden çok başarılı sendikalar yeni yatırım sayısını azaltarak, küçük yatırımlardan kaçınırlar ve böylece yatırımın küçük olduğu yöndeki sermaye açığını arttırlar. Sendika artık yeni girişimleri finanse etmekteki etkin rolünü kaybeder. Başlangıç ve erken evre tarafına doğru oluşan bu yeni açığın crowdfunding sermayesi ile kapatılabileceği düşünülse de henüz çok yeni bir yatırım şekli olduğundan sonuçlarını şimdiden kestirmek zordur.⁸⁶ Sendikalaşmayla para havuzunun idaresinde kontrol mekanizmasının bireysel melekten yöneticilere geçmesi, meleklerin bu fonların idaresindeki rollerinin önemi azalmıştır. Formal risk sermayesine benzer yönetim koşulları olduğundan, fon idaresinin ehil ellerde olmasının önemi artmıştır.⁸⁷

1.1.3. Melek yatırımcılıkta risk ve kar /zarara etki eden faktörlerin incelenmesi

Hızlı büyüme kapasitesine sahip teknolojiye dayalı girişimlerin finansmanında, girişimci ve potansiyel yatırımcıların bir araya gelmedeki istekliliklerinin bir bedeli vardır. Bu bedel her iki tarafın da risk ve karşılığını algılama sına bağlıdır. Birçok insan riskten kaçınır. Genelde riski alan da bunun karşılığını bekler. Riske karşı davranış kişiden kişiye değişir. Bazıları diğerinden daha düşük risk tazmini talep edebilir.

Risk birçok bileşenden meydana gelir. Zamanla ilgili riske baktığımızda, yatırım zamanı uzadıkça riskler de artar. İşin doğasıyla ilgili, finansal durumuyla ilgili, yönetim kalitesi ile ilgili, rekabet ve pazar gücü ile ilgili risk faktörlerinin hepsi, birlikte "alfa" riskini veya girişimci şirkete özgü riskleri oluşturur. Yüksek verimli sermaye piyasalarında alfa riski portföy kararlarıyla yönetilebilir. Daha genel veya sistematik olan risk ise "beta" riskidir. Bu ulusal ve uluslararası bütün şirketleri etkileyen şartlardaki ve kaçınılmaz bir risktir. Bunu şöyle açıklayabiliriz; Gel-git olayında yükselen bütün kayıklar

⁸⁶ Geoff Gregson ve Richard Harrison, **Pennies From Heaven:Examining An Angel Syndicate And Investment Flow To Entrepreneurs**, 2012, ss.53-57

⁸⁷ Paul Stuart ve,Geoffrey Whittam, "Business Angel Syndicates: An Exploratory Study Of Gatekeepers" **Entrepreneurial Finance, Special Issue**, C.12, 2010, ss.241-256

yüzer(beta riski), ancak delik olanları (alfa riski) batacaktır. Sonuç olarak, yüksek verimliliğe sahip piyasalarda yatırımcı, sadece kaçınılmaz riskin karlılığını arar. Düşük verimliliğe sahip piyasalarda ise yatırımcı, portföyünü çeşitlendiremez ve alfa riski devam ederken beta riski de eşlik eder. Bu yüzden riskler toplamı alfa ve beta riskinden oluşur.⁸⁸

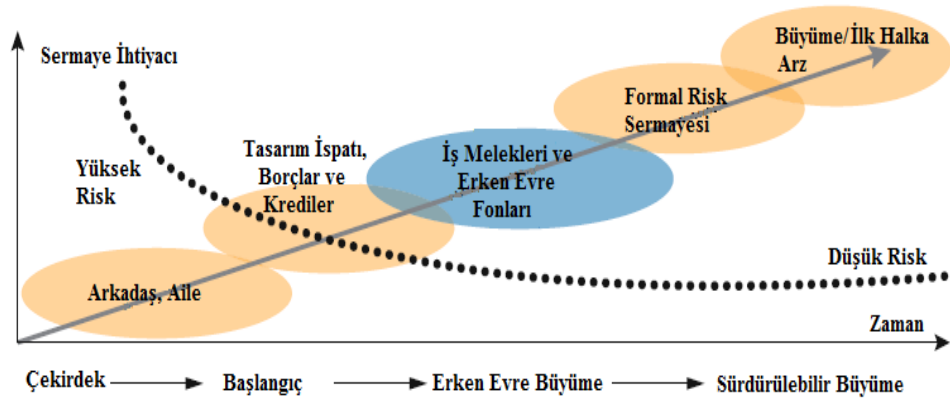
Kar, doğal olarak risklerin karşılanmasından ve konulan paranın çıkarıldıktan sonraki alınan pay, zarar ise bunun tersi olacaktır. Melek yatırımcılıkta riskler yatırımcı açısından en yüksek seviyededir. Kendi maddi imkanları ile işe yeni başlamış olan bir şirketin ilk dış finansmanıdır. Belirsizliklerin ve şirket hakkındaki bilgilerin, girişimci tarafından verilen bilgiler dışında, araştırılacak bir ortamın olmayışı (asimetrik bilgi akışı), patenti girişimciye ait bir yeni teknoloji içeren endüstri dalı ise, fikir ne kadar iyi olursa olsun, ürünün üretimi ve pazar şartları olmak üzere herşey tahmini değerlemeler üzerinden yürür. Melek yatırımcılık işi başlangıcından itibaren bir serüven gibidir. Melek kendi parası ve kendi kararıyla, gönüllü olarak bu serüvene çıkar. Bu yüzden de maddi kayıplarının olacağını başından kabul ederek yatırım yapar. Ancak her yatırılan paranın riskine karşılık beklenen bir ödül de vardır. Melek bu ödülüne, riskleri azaltmak için, geçmiş girişimcilik ruhu ve yöneticilik deneyimlerini girişimciyle paylaşarak ulaşmak zorundadır. Dolayısıyla başarının manevi hazzı yanında maddi bir kazanç da sağlamış olur. Riskler ve kar / zarar arasında çok yakın bir ilişki vardır. Riski azaltacak her faktör yatırımcıyı kara daha çok yaklaştırır. Yatırımcı açısından, yüksek risk yüksek kazanç, girişimci açısından ise şirketinin değerinin düşmesi demektir. Kar/zarar ilişkisi matematiksel olarak en çok kullanılan yöntem olan iç getiri oranı ile karşılaştırılarak yapılır. Bu konu detaylı şekilde yatırım performansı konusunda işlendiği için burada tekrarlanmayacaktır.

1.1.3.1.Melek yatırımcılığın riskleri

İşe yeni başlayan bir şirketin gelişim evrelerine bakacak olursak, her evrenin riski ve buna bağlı getirisi de farklılıklar gösterir. Şekil 11’de girişim evrelerine göre risk ve finansman kaynakları gösterilmektedir.

⁸⁸ Freear, Sohl ve Wetzel, a.g.e., ss.85-94

Girişimlerin çekirdek, başlangıç ve erken evrelerinde daha az sermaye ihtiyacı olmasına rağmen bu evreler yüksek risk profiline sahiptir. Bu evreyi işin geliştirilmesi ve ürün geliştirme olmak üzere ikiye ayırabiliriz. İşin geliştirilmesi için, işi kuran kişilerin aile ve arkadaş çevresinden gelen yardımlar, kişisel birikimleri, kredi kartı borçlanması, evin ipoteki karşılığı banka borçlanması, düşük kirali bir yerde işe başlanması ve daha birçok maliyet düşürücü unsurlar göz önüne alınarak finanse edilmeye çalışılabilir.



Şekil 11. Bir Firmanın Gelişim Evrelerine Göre İçerdiği Risk ve Finansman Kaynakları

Kaynak: : European Union, **Report of the Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors**, 2012, s.7

Çekirdek / başlangıç ve başlangıç/erken evre safhasındaki bir girişimci yatırımcıya sadece parasal olmayan şartları, fikrini veya tasarısını sunabilir. Hiçbir maddi getiri yoktur. Yatırımcı açısından bakılırsa en yüksek risk bu aşamadadır. Şirketin maddi getirisi için uzun bir yol kat etmesi gerekeceği için en yüksek yüzde iç getiri oranının istendiği ve kaybın en yüksek olduğu bu evrede yatırım yapan meleğin kardan ziyade zarar şansı fazladır. Bu evredeki yatırımların ilk iki yılındaki kayıpların %40-%50 olduğu gösterilmiştir.⁸⁹ Bu gün artık melekler bu evreye yatırım yapmaktan kaçınmaya başlamışlardır. Ancak çok hızlı büyüme kapasitesi veya gelecek vadeden bir fikir olduğuna inandıklarında yatırım yapabilirler. Bu riski paylaşacak (melek grubu, sendikasyon fonları) veya riskin belli bir kısmının veya tamamının garantisini karşılayacak (devlet veya özel fonlar) fonlarla ortak yatırım yapmayı tercih.

⁸⁹ Wiltbank ve Boeker, **a.g.e.**, ss.1-10

Melek yatırım, aile, arkadaş çevresi ve bireysel birikimleriyle başlamış olan yeni bir girişim için ilk dış finansman kaynağıdır. Başlangıç ve erken evre aşamasındaki firmaların ticari hayatta bir geçmiş kaydı olmadığı gibi işi henüz para akışı sağlayacak bir durumda değildir. Firmanın maddi olmayan varlıkları da olmadığı için melek yatırımcının iflas halinde hiçbir garantisi yoktur. Ürünün geliştirilmesi aşaması ise daha yüksek maliyetli olan lisans alınması, patent alınması, müşterinin ödediği araştırma ve geliştirme parası, bunun için müşteriden alınan avansları, ürünün prototipinin geliştirilmesi için yapılacak masraflar ve ayrıca ürünün ticari pazara çıkışı için küçük ölçekte üretime başlanması gibi konuları kapsar. Bu durum yüksek teknolojiye ve araştırma/geliştirmeye dayalı sektörlerde iş sahibinin maddi kapasitesini aşan büyük sermayeleri gerektirir. Sermayeye gerek duyulan bu evre yüksek belirsizlikler içerdiğinden, yatırımcı için en fazla risk içeren evredir. Ancak yazılım faaliyetleri gibi yüksek teknolojiye dayalı işler, ürün geliştirmeden ziyade iş geliştirmeye dayalı bir özelliğe sahip olduğundan, maliyeti düşüktür ve daha az miktarda sermayeye gerek vardır. Girişimci finansmanını uzun süre kendi olanaklarıyla sürdürebilir.⁹⁰

Yatırımcı çekirdek başlangıç evresine yatırım yapacaksa alacağı riske karşılık, düşük değerlendirme (düşük fiyat) yapar ve bu riski karşılamak için yüksek getiri oranı ister. Gelişme, yani para akışının başladığı evre de risklidir. Çünkü yatırımcı şirketin hala başarılı olup olmayacağı hakkında kesin bir fikre sahip değildir. Ancak bu evredeki şirketin değeri başlangıç evresindekinden çok daha yüksek olduğu için getiri beklentisi de daha da düşüktür. Örneğin çekirdek ve başlangıç evresinde istenen getiriler %60-100 arasında iken köprü finansmanı getirisi için %20'dir.

Melek yatırımcılıktaki doğal riskler bilgi asimetrisi, moral zararlar, olumsuz seçim, girişimci riski, finansal ve ticari geçmiş kayıtların olmayışı gibi belirsizliklerden dolayı meydana gelir.

- Girişimci Riski (Acentelik riski): Girişimcinin şirketin kalitesi ve ürün/hizmet hakkındaki bilgileri melek yerine kendi avantajları için saklayarak kullanması riskine girişimci riski (acentelik riski) denir. Girişimci burada yatırımcının iyi niyetini

⁹⁰ J. Freear, J.E. Sohl ve W. Wetzel, **Angels On Angels: Financing Technology-Based Ventures-A Historical Perspective**, C.4, 2002, ss.275-287

kullanmak amacıyla hareket etmek istemektedir. Melek yatırımcıların yatırım öncesi ve sonrasındaki risk azaltma proseslerini anlamak için girişimci riski ve tamamlanmamış kontrat teorilerinin bakalım. Girişimci ve yatırımcı arasındaki bilgi asimetrisi problemini azaltmak için gelecekteki belirsizliklerin ön tahminine dayanan bir iş öncesi değerlendirmesi ve yatırım seçimi için optimal bir kontrat tavsiye edilir. Ancak meleklerin kontratların tamamlanmamış kontrat sınıfındandır ve yatırım risklerinin kontrol edilebilmesi için yatırım öncesi ve sonrası kontrol mekanizmalarının kurulması önemlidir. Girişimci teorisinde melek yatırımcı (Prinsipal), şirketi finanse ederek karşılığında belli bir maddi gelir sağlayan kişi, girişimci ise (acente), yatırılan sermayeyi alıp en iyi şekilde kullanan kişidir. Melek yatırımcı ile girişimci arasındaki ilişki asimetrik bilgi olarak tanımlanır.⁹¹

- Yanlış seçim ve moral zarar (Asimetrik Bilgi Riski): Girişimcinin kendi şirketine ait bazı bilgileri vermekte tereddüt ederek (teknoloji veya buluş içeren projelerde) gizlilik anlaşması yapma hakkı olmasına rağmen, bunun da ötesindeki, örneğin nakit akışı gibi, bilgileri saklarsa, meleğin aleyhinde ve girişimcinin lehinde bir bilgi eşitsizliği(bilgi asimetrisi) ortaya çıkar. Melek yatırımcı değerlendirmesinde büyük yanılgılara düşer. Bu durumda, bilhassa başlangıç evresi yatırımlarında, meleğin uygun olmayan seçim yani yanlış seçim yapma şansı artar. Aynı zamanda melek le girişimci arasında moral zarar da ortaya çıkar. Çünkü melek girişimcinin ortaklaşa istedikleri faydalarda uyumsuzluklar oluşacaktır. Bu yüzden melek yatırımcı bilgi asimetrisi ve moral zarar risklerini azaltmak için yatırım öncesi (proje seçimi ve iş değerlendirmesi) ve yatırım sonrasında (mentorluk, işleri yakından izleme vb.) bazı önlemler uygulanır.⁹²

Erken evre şirketlerindeki belirsizlikler girişimin gelişme evresi, bir buluş yapıp yapılmadığı, meleğin yatırımcılık deneyimi ve yatırım yapacağı endüstri kolundaki bilgi ve deneyimi, diğer meleklerle birlikte grup veya sendikasyon ile yatırım yapıp yapmadığı gibi faktörlere bağlıdır. Bir diğer önemli belirsizlik faktörü de girişimin nakit akışına ve geçmiş ticari faaliyetlerine ait kayıtların bulunmayışıdır. Bütün bu belirsizliklerin oluşturacağı zararları minimuma indirmek için seçilen teklifin yatırım öncesindeki iş değerlendirmesini çok detaylı ve dikkatli bir araştırma ve sorgulama ile

⁹¹ M. Van Ossnabrugge, "A Comparison Of Business Angel And Venture Capitalist Investment Procedures:An Agency-Based Theory Analysis", **Venture Capital**, C.2 2000, ss.91-109.

⁹² Colin M. Mason, "Public Policy Support For The Informal Venture Capital Market In Europe:A Critical Review", **International Small Business Journal**, C.27, 2009, ss.536-556.

bilgi toplayarak yapmak gerekir.

Yatırımcılık deneyimine sahip olan melekler, önündeki riskleri tanımlamak ve minimize etmek için daha profesyonel bir iş değerlendirmesi performansı gösterirler, daha çok değerlendirme yaparlar, önceki iş çevrelerini kullanarak daha iyi bilgi toplayabilirler ve girişimin insan kaynaklarının (yönetim ekibinin) yeteneklerini incelemek için daha fazla zaman harcarlar. Şirketin işleyişinde gerekli fonksiyonel yeteneğe sahip ve ilgili iş kolunda tecrübeli ve bilgili olan bir melek yatırımcının, yönetim kurulunda yer alması, şirket içindeki olan biteni yakından takip ederek, gerektiğinde danışmanlık yapması ve hatta danışma kurulunda diğer bir meleğin de bulunması, şirkette yarı veya tam zamanlı olarak girişimci ekibinde yer alması bilgi asimetrisi ve moral zarar risklerinin minimuma indirilmesinde önemli rol oynar.

Girişimin karlı bir çıkış yapabilmesi için yatırımcının değerlendirmesi gereken risk faktörlerinin en önemlileri şunlardır; Yönetici riski, girişim evresi riski, yasal mevzuat/politik risk, üretim riski, satış ve pazarlama riski, fonlama/sermaye toplama riski, rekabet riski, teknoloji riski, rekabet riski, yasalarla ilgili riskler, uluslararası risk, itibar riski, kazançlı çıkış potansiyeli riski.

Martin Zwillig,(2013)'e⁹³ göre şu yedi risk başlangıç yatırımlarını korkutacak risklerdir;

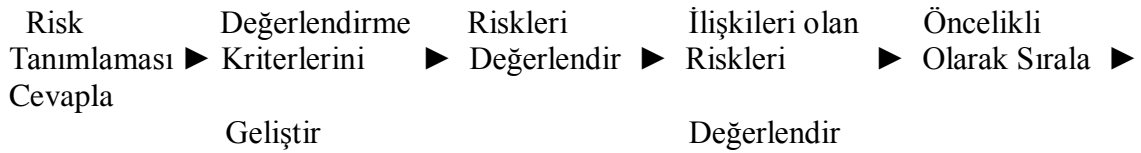
- Tecrübesiz Ekip (Yönetim riski): Başlangıç aşamasına yatırım yapan melek yatırımcı tecrübeli bir ekip ile çalışmak zorundadır.
- Yüksek başarısızlık oranı (Finansal risk): Bazı iş kolları geleneksel olarak yüksek başarısızlık oranı gösterirler ve yatırımcılar rutin olarak bunlara yatırım yapmaktan kaçınırlar. Bunlar yiyecek hizmetleri, perakendecilik, danışmanlık, evden iş yapma ve tele pazarlama, yeni sosyal iletişim siteleri, yeni çöpçatanlık siteleri.
- Hükümet yönetmeliklerine bağımlılık (Çevresel risk): Eğer iş modeli hükümet onayına bağlı ise, çok uzun zaman alıcı bir çalışmayı ve politik ilişkiler gerektirebilir. Örneğin, bütün yeni ilaçlar bakanlık izni alınmadan önce pahalı ve uzun testleri gerektirir. Tabidir ki başarılı olunursa çok yüksek kazançlar getirecektir.
- Büyük başlangıç sermayesi isteyen işler (Finansal risk):Yeni elektronik çipler gibi 1 milyon \$ civarında başlangıç sermayesi gerektiren işlere, riski çok yüksek olduğu

⁹³ Martin Zwillig, “7 Startup High Risk Factors That Scare Investors”, (Çevrimiçi), www.examiner.com/article/7-startup-high-risk-factors-that-scare-investors, (Erişim tarihi:12.08.2014)

için, büyük yatırımcılar bile girmekten kaçınırlar.

- Düşük getiri potansiyeline sahip işler (Finansal risk): Yüksek başlangıç sermayesi gerektiren ve düşük büyüme hızı potansiyeline sahip işler, büyük risk içerirler. Küçük aile işletmeleri, küçük bir müşteri grubuna hitabedecek işler ve büyüme hızı düşmekte olan işleri bu gruba dahil edebiliriz.
- Halkın pek iyi gözle bakmadığı işler (İtibar riski): Legalitenin sınırındaki ve sosyal hoşgörüsü az olan kumar kulüpleri, borç toplama işleri, kumar siteleri ve buna benzer işler yüksek riskli olup sorunlu işlerdir. Yatırımcılar da bu işlere pek temiz iş olarak bakmazlar.
- Diğer ülkelerdeki işler (Uluslararası risk) :Bir ülkedeki yatırımcılar operasyonlarını bilmedikleri diğer bir ülkedeki şirketlere yatırım yapmayı pek istemezler. Operasyon tecrübesi olsa bile, örneğin, Rusya'daki başarının kuralları A.B.D.'deki kurallardan farklı olabildiği için sınır ötesi yatırımlar yüksek riskli sayılırlar.

Tipik bir risk değerlendirme akış şeması şöyledir;



Önemli olan bazı risklerin derecelendirilmesi;⁹⁴

- Girişimci Riski

Yüksek Risk: İlk nesil veya yöneticilikten gelen bir girişimci

Orta Risk: İş kolu yatırım yaptığı alanla ilgili değilse

Düşük Risk: İş deneyimi yatırım yaptığı alanla ilgili

Girişimin yönetici ekibinin dürüstlük ve sorumluluğu da karar vermede etkin faktörlerdir.

- Pazar Riski

Yüksek Risk: Yeni ürün ve yeni pazar

Orta Risk: Pazarda bulunan bir ürünün yerine geçecek bir ürün

Düşük Risk: Yeni bir teknoloji ile üretilecek pazarda bulunan bir ürün

⁹⁴ A.g.e., s.1

- Teknolojik Risk
Yüksek Risk: Yeni teknoloji
Orta Risk: Bilinen bir teknoloji
Düşük Risk: Çalışan bir teknoloji

Tamamen yeni ve küçük ölçekte yerli sanayide üretilmiş olup henüz ticari üretimde kullanılmamış bir teknoloji ise temkinli olmak gerekir. Yatırımın ilk evrelerinde istenen getiriye vermeyebilir.

İş arkadaşlarından satın alınmış çalışan bir teknoloji ise kullanılması ve alışılmasında problemler çıkabilir. Laboratuvar veya pilot tesiste denenmiş ancak seri üretime geçmemiş bir proses veya teknoloji ise çok miktarlarda üretime geçildiğinde problemler çıkarabilir.

- Ürün Riski: Ürün riskinin analizi kendine has bir durumdur. Rakiplerin bu pazara girmesini önlemek için uzun süreli rekabet edecek gücü olmalıdır. Tercih edilmesini sağlayan özelliklerinin kolay üretilmeyeceği ve taklitlerinin zor yapılabilmesi avantajlı olacaktır.

- Karlılık Riski: 4-7 yıl gibi bir yatırım süresi içinde cazip getiriler elde etmesi gerekir.

Yüksek Risk : > 40

Orta Risk : % 30-40

Düşük Risk : % 25 seviyelerinde getiri şansı olabilmelidir.

1.1.3.2. Melek yatırımcılıkta kar ve zarar

Melekler yatırım kararlarını verirken şirket değerlemesini biraz düşük tutarlarsa, ileride girişimcinin parayı doğru harcamamasından doğacak moral zararlardan az da olsa korunabilirler. Örneğin, şirket değerlemesinde pratik bir yöntem olan üçler kuralına göre, nakit akışı sonrası elde edilen toplam şirket değerinin 1/3'ü girişimciye, 1/3'ü yönetime, 1/3 ü ise yatırımcıya gider. Bu yüzden 100.000 \$ yatırıldıysa şirketin nakit akışı sonrası değeri 300.000\$ olmalıdır. 500.000\$ yatırıldıysa son değer 1.500.000\$ olmalı ve 1.000.000\$ yatırıldıysa 3.000.000\$ olmalıdır şeklinde düşünülür. Çoğu zaman başlangıçta girişimci ile yönetici aynı kişi olursa da, ikinci bir yöneticiye gerek

duyulduğunda, işini bırakıp gelen iyi bir yöneticiyi çalıştırmak çok pahalı olduğu için, girişimci ancak şirketin hissesine karşılık çalıştırabilir. Bu kuralın uygulanması girişimci açısından faydalı olur. İhtiyacı olmamasına rağmen melekten daha fazla para alması için bir fırsat doğar. Tamam, şirketimin 1/3'ünü alabilirsin ancak teklif ettiğin miktarın iki katını vermek şartıyla diyebilir. Buradaki pazarlığın olacağını bilen melek, değerlendirme hesabını önceden biraz düşük tutabilir. İkinci bir yol da paranın tamamını vermek yerine, girişimcinin doğru yerde harcayıp harcamadığını görmek için (moral zararı azaltmak için), koyduğu hedeflerin gerçekleşmesine göre kademeli ödemeyi teklif edebilir. Bu yöntem sadece tekliflerin seçilmesindeki değerlemelerde kullanılmalıdır. Eğer melek 100.000\$ teklif ederse ve girişimci bunu kabul etmeyecektir. Bu durumda teklif çok düşüktür. Girişimci 2 milyon \$ isterse de melek bunu çok bularak kabul etmeyecektir. O halde bu ikisi arasında standart bir değerle anlaşma yapılabilir.

1991-2006 yılları arasında A.B.D.'deki çekirdek/başlangıç ve erken evre firmalarına yapılan ortalama yatırım miktarlarına bakıldığında, dot.com patlamasından önce 20 milyon\$ a kadar çıkan değerler daha sonra 6 milyon \$'a kadar düşmüştür.⁹⁵ 2012 yılı için ise ortalama değerler 2,5-4 milyon \$ (iş koluna göre) aralığındadır. Birçok melek ağında artık çekirdek/başlangıç ve erken evre yatırımı için standart olarak 4 milyon \$'a kadar verilmektedir şeklinde ilanlar vardır.

Bir projenin başarısızlığı yatırımdan istenen getirinin daha az oranda gerçekleşmesi olarak tarif edilir. Melekler genelde 10 yatırımının sadece 1-3 tanesinden iyi bir kazanç elde eder. 1/3 kuralına göre, yatırımların 1/3'ü başarısız, 1/3 ü beklenen performansın altında, 1/3'ü de beklentileri karşılar. Bir erken evre yatırımcısının, %20 başarısızlık, %45 düşük performans ve %35 başarı oranı elde etmesi iyi bir yatırımcı geçmiş kaydı olarak kabul edilir.⁹⁶

Yatırımcılıkta bir başarılı satış, yatırımcının kaybettiği paranın %75 ini geri almasını sağlayabilir. Böylece bir yatırımcı 10 alım yaptıysa ve ilk satışı başarılıysa, tüm portföyün parasını geri alması mümkündür. Portföydeki diğer başarılı satışları kendisi için sadece olur. Her zaman 6-10 firmaya yatırım yapmak, yatırımcıya belli bir miktar

⁹⁵ Mothersill, **a.g.e.**, ss.8-17

⁹⁶ Fred Wilson, "Failure Rates In Early Stage Venture Deals", (Çevrimiçi) <https://www.usv.com/post/failure-rates-in-early-stage-venture-deals>, (Erişim Tarihi: 12.06.2013)

kazanç getireceği garantisini sağlayacaktır. Ayrıca yatırımların seçimini yaparken şirketlerin ilk üst %10'a girebilme şanslarını da değerlendirmek gerekir. Çünkü istatistiksel araştırmalardan bilindiği gibi yıllık raporlardaki ilk %10'a giren yatırımlar kar edebilirler.

Başlangıç ve erken evre yatırımları çok kazandırabileceği gibi bazı riskler de taşır. Bu risklerden kar/zararı etkileyen en önemlilerine kısaca değinirsek.

- Yatırım kaybedilebilir: Başlangıç yatırımlarının büyük bir kısmı kaybettirir. Bu yüzden büyük risk büyük risk içerir. Yatırımın bir kısmı veya tamamı kaybedilebilir. Yatırımcı “kaybedebileceği kadar miktardaki parasını yatırmalıdır” kuralı hatırlanmalıdır. Kaybettiğiniz parayı hiçbir zaman geri alamazsınız. Bu bakımdan risk seviyeleri farklı olan birden fazla yatırım (farklı evrelerde) veya sektörel bazda çeşitlilik yaparak portföyünüzün riskini dağıtmalısınız.

- Likiditesi yoktur: Melek yatırımcı yıllarca nakit geri alamaz. Likidite, satın alınan hisselerin ikincil hisse piyasasında kolaylıkla el değiştirebilmesidir. Hisseleri borsadaki hisseler gibi istendiği anda satılamaz. Melekler bu yüzden sabırlı olmalı ve ihtiyaç duymadıkları parayla yatırım yapmalıdırlar. B tipi yatırım hisseleri varsa bunlar yönetimde oy hakkı olmayan hisselerdir ve potansiyel alıcıyı cezbetmez. Bu süre içindeki nakitsiz kalma riskini azaltmak için yatırımları çeşitlendirerek riski daha az olan ve likiditesi daha yakın zamanda olacak yatırımlara da girmek gerekir.

- Pay dağıtımının (ara ödemelerin) seyrek olması: Şirketin kazancından hissedarlarına pay dağıtımını bilhassa başlangıç ve erken evre yatırımlarında çok nadir olur. Hemen hepsinde hisseler satılınca kadar bir getirisi olmaz. Kazançlar genellikle şirketin büyümesi için tekrar işe yatırılır ve bu da hisselerin değerini artırır. Şirket sahibi hissedara pay ödemek mecburiyetinde değildir. Bu da melek yatırımcının belli aralıklarla yeni yatırımlara girerek nakit dönüşünü düzenlemesi ve elde ettiği yatırım getirileriyle tekrar yeni yatırımlara devamına imkan verecektir. Kısacası yatırımcılığa devam etmek isteyen bir melek yatırımcının bir portföy oluşturması gerekir.

- Hisse seyrelmesi: Yeni hisselerin çıkarılması ile ilk yatırımcı bu hisselerden satın almadığı takdirde sahip olduğu eski hisse değerlerinde düşme olur. Sahip olduğu hisse

adedi azalacağı için oy hakkı, hisseden alacağı kar payı ve hisse değeri düşmesi gibi birçok olumsuz etkileri vardır. A tipi adi hisse senedi veren bazı şirketler yatırımcısını seyrelme etkisinden korumak için rüçhan hakkı da tanırlar. Bu durumda ilk yatırımcı, müteakip yani ikinci tur hisse alımlarına girebilme önceliği kazanır. Bu hakkını kullanma veya refüze etme kendine kalmış bir seçimdir. Yatırım anlaşmalarında bu konunun da yer almasına dikkat etmek gerekir.

Klasik finans teorisine göre bir yatırımın riski ile yatırımcının beklediği getiri arasında pozitif bir ilişki vardır. A.B.D., İngiltere, Hollanda, Belçika ve Fransa'dan alınan 200 risk sermayesi firması verileri ile yapılmış bir çalışmada, erken evre yatırımı yapan risk sermayesinin, geç evreye yatırım yapanlara göre daha yüksek getiri istedikleri, satın alma/satış yatırımı yapanların ise genişleme evresine yatırım yapanlara göre çok daha düşük getiriler istedikleri tespit edilmiştir. Fazla yatırım evresi ile çeşitlendirilmiş yatırımlarda ise erken evre yatırımları için çok yüksek getiriler istenmektedir. Yüksek getiri isteyen yatırımcıların A.B.D.'de ve İngiltere'de olduğu, daha kısa yatırım süresi öngördükleri ve girişimleriyle yakından ilgilendikleri belirtilmiştir. Buna göre yatırım riskini dağıtmak isteyen bir yatırımcı portföyünü çeşitlendirmek için farklı evrelere yatırım yapmalıdır.⁹⁷

Bu risklerin hemen hepsine karşı alınması gereken tedbir, formal risk sermayesindeki gibi portföy çeşitlendirilmesi olarak gösterilmiştir. Meleklerin bunu yapabilmeleri için yeterli miktarda paraları olmadığından ancak diğer meleklerle ortak yatırımlara girerek paralarını birçok sayıda projeye bölüştürmeleri gerektiğini ve son yıllardaki melek gruplaşma ve sendikalaşmasının hızlı artışındaki önemli sebeplerinden birinin de bu konuyla ilgili olduğunu söylemeden geçemeyiz.

Tipik bir melek yatırımcının portföyündeki 10 tane çekirdek/başlangıç firması yatırımından yarısı genelde getiri alamaz, 3 veya 4 tanesi biraz veya orta derecede bir getiri alır. Melek yatırımcı bu on yatırımından 3 veya 4 tanesinin bütün yatırımlarının zararını kapatarak karı getireceğini bekler. Ancak bunlardan sadece bir tanesi veya ikisi bu beklentiyi karşılar. Çeşitlendirilmiş geniş bir portföye sahip olan melek yatırımcı en az yıllık % 25 iç getiri oranı almalı veya bunun karşılığı olan 5-8 yıldaki getirisi 3x-5x

⁹⁷ S Manigart vd., "Determinants Of Required Return In Venture Capital Investment:A Five Country Study", **Journal Of Business Venturing**, C.17, 2002, ss.291-312.

olmalıdır. Bu kadar riskli bir yatırımın kar elde etmesi için mutlaka hızlı büyüme eğilimindeki firmalara yatırım yapılmalıdır. Bir meleğin 500.000\$ yatırım yaptığı firmanın bugünkü değerinin 2,5 milyon\$ olduğunu düşünürsek, bu yatırımın formal risk sermayesinin yatırım yapabilmesi için değerinin 3x kadar artması gerekir. Bu da 2,5 milyon \$’dan 7,5 milyon \$’a büyümesini gerektirir. Başta yatırılan 500.000 \$ iki yılda harcandıysa şirket her yıl % 73 büyümüştür. Eğer para 18 ayda bitmiş ise şirket %100 ün üzerinde büyümüş demektir.

Tablo 26’de 117 firmaya yaklaşık 10 milyon \$’lık ortak yatırım yapan dört deneyimli meleğin, 4 yılda portföy değerlerini 50 milyon \$ üzerine çıkardıkları görülmektedir.

Tablo 26. Portföy Çeşitlendirilmesi Yapan Meleklerin Kar Dağılımı

| Kazanç Çarpanı | Girişimler | | | Yatırılan Miktar | | Toplam Değer | | | Ortalama Çıkış Zamanı Yıl |
|----------------|------------|----------|------------------|------------------|----------|--------------|----------------|----------|---------------------------|
| | Sayı | Toplam % | Ortalama Yatırım | Toplam \$ | Toplam % | Toplam \$ | Kazanç Çarpanı | Toplam % | |
| 0 | 31 | 26 | 73.920 | 2.291.525 | 23 | 0 | 0 | 0 | 2,6 |
| >0-<1 | 26 | 22 | 146.651 | 3.812.914 | 38 | 1.878.426 | 0,5 | 4 | 3,6 |
| 1 | 23 | 20 | 29.192 | 671.422 | 7 | 671.422 | 1 | 1 | 2 |
| >1-10 | 21 | 18 | 89.073 | 1.870.541 | 19 | 5.614.653 | 3 | 11 | 5 |
| >10 | 16 | 14 | 80.633 | 1.290.132 | 13 | 42.927.748 | 33,3 | 84 | 8,6 |
| Toplam | 117 | 100 | | 9.936.534 | 100 | | | 100 | 4 |

Kaynak: Luis Villalobos, “Valuing Pre-revenue Companies” **Ewing Marion Kauffman Foundation**, 2007, s.9

31 girişimdeki toplam 2,3 milyon \$ yatırım 2,6.yılda hepsini kaybetti. 26 girişimdeki toplam 3,8 milyon \$ 3,6 yılda yatırılandan daha az getirdi. 23 firmaya yatırılan 671,5 milyon \$ yatırılan parayı geri verdi. 21 firmaya yatırılan 1.87 milyon \$ 1-10x arasında ve 16 firmaya yatırılan 1.290 milyon \$ 8,6 yılda 43 milyon \$ getirdi. Toplam portföy yatırımının %84’ü, yatırımların %14’ünden gelmiştir. Portföydeki 10 yatırımdan biri bütün getiriye sağladı. Ortalama kazanç çarpanı 33,3x olmuştur. Buradan da meleklerin 10x-20x veya 100x gibi getirileri yüksek olan firmalara yatırım yapmaları gerektiğini görmekteyiz.⁹⁸ Yeterli paraya sahip olduğu takdirde, farklı evrelere yatırım yaparak portföy oluşturmak, riskleri daha da azaltacaktır.

⁹⁸ Luis Villalobos, “Startup Pre-Money Valuation: The Keystone to Return on Investment” **Ewing Kauffman Foundation**, 2007, s.9

Başlangıç evresinde yatırım yapan meleklerin müteakip alımlar yapmaları halinde %70'inin para kaybettiği gözlenmiştir. Bu bir kumar gibi düşünülebilir. Melek yatırımcının belki ikinci sefer alım yaptığında firma toparlanır ve daha çok para kazanabilir ümidiyle yaptığı ard arda yatırımlar kaybettirir ve hatta sonunda firmanın iflas ettiği bilinen bir gerçektir. Melek yatırımın gruplar halinde yapılması, yönetime katılma, mentorluk yapma, endüstriyel tecrübeye sahip olma ve iş planının değerlendirilmesi aşamasında dikkatli ve uzun zamanlı bir çalışma yapan melekler yatırımlarından daha yüksek kar elde ederler.⁹⁹

Bütün bunlardan başka melek yatırımcıların genel olarak karar vermede kullandıkları öngörü ve kontrol stratejileri arasındaki farklılıkların başarıya etkisi de araştırılmıştır. Öngörü stratejisi kullanan yatırımcılar olayları önceden tahmin etmeye çalışıp, yatırımlarında alacakları pozisyonu belirler. Buna karşılık kontrol stratejisi uygulayan yatırımcılar olaylar karşısına çıktığında kontrol edebileceklerine güvenerek durumlarını ona göre en iyi şekilde düzeltebileceklerine inanırlar. Öngörü stratejisi kullanan meleklerin oldukça büyük miktarlarda girişim yatırımları yapmaya meyilli oldukları, kontrol stratejisi uygulayanların ise daha az başarısızlık yaşadıkları gözlenmiştir.¹⁰⁰

Bireysel yatırım yapan melekler geleneksel kontrol mekanizmalarına başvurmazlar. Melek yatırımcılar formal risk sermayesi gibi sözleşme hükümlerine koydukları şartlarla değil de basit öz sermaye şartlarıyla kendilerini kontrol ederler. Bu da iflas veya mecburi satışla (likidite için) karşılaştığında fazla bir şey yapabilme imkanını vermez. Bunun yerine girişimcinin elindeki hisselerin daha çok kalmasını sağlayarak onları yatırımlarına karşı daha fazla sorumluluk hissetme durumda bırakarak ilgilerini arttırmayı tercih ederler. Genelde girişimin %20-40 kadar hissesine talip olurlar. Koruma mekanizmaları, formal risk sermayesi gibi yönetim kurulunu kontrol etme, yönetimi değiştirme, kademeli sermaye taahhüdü veya diğer katı kontrat şartlarını kullanma gibi olmaz. Ancak sendikalaşma ile bu şartlar giderek formal risk sermayesine benzemeye başlamıştır. Bilhassa deneyimli olan süper melekler ve anonim şirket formunda çalışan melekler, anlaşmalarında titiz davranırlar.¹⁰¹

⁹⁹ Wiltbank ve Boeker, **a.g.e.**, ss.1-10

¹⁰⁰ Wiltbank, **a.g.e.**, 2009, ss.17-20

¹⁰¹ Andrew Y. Wong, **Angel Finance: The Other Venture Capital**, C.2, 2002, ss.1-37

Firmayla melekler arasındaki kontratların çoğu müteakip alım turlarındaki hisse seyrilmesi veya sermaye kontenjanı isteme şartlarını içermez. Her seferinde firmanın 1/4'ünden daha az bir kısmı dışarıdan alıcılara satılır. Her satışta riskle ilgili moral bozuklukları ve belirsizlikler ortaya çıkabilir. Aşağıda buna ilişkin bir örnek verilmiştir.¹⁰²

| | | | | | |
|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------|
| Şirket Değeri | 2 milyar \$ | 7 milyar \$ | 15 milyar \$ | 30 milyar \$ | 100 milyar \$ |
| Nakit akışı | 0 | 2 milyar \$ | 6 milyar \$ | 15 milyar \$ | 30 milyar \$ |
| Evreler | Başlangıç | Erken | Geç | Gelişme | Likidite (Çıkış) |
| Yatırımcı | Melek | Risk serm. | Risk serm. | Risk serm. | Nakit Ödeme |
| Yatırım | 1 milyar \$ | 3 milyar \$ | 6 milyar\$ | 10 milyar \$ | Net Ödeme |
| Melek hissesi | %33 | % 23 | %17 | %13 | 13 milyar \$ |

Şirkete nakit akışı başladığından itibaren riskler azalmaya ve şirket değeri artmaya başlar. Melek yatırımcı yerine daha büyük yatırım yapabilecek formal risk grubunun müteakip alım turları başlar. Nakit akışı öncesi en riskli evrede 1 milyar \$ ile yatırım yapan melek başlangıçta 2 milyar \$ değerindeki şirket hissesinin %33'üne sahiptir. 1. alım turunda erken evredeki şirketin değeri 7 milyar \$ ve risk sermayesi yatırımı 3 milyar \$'dır. Meleğin hissesi ise %23'e düşmüştür. Her alım turunda şirket değeri giderek artarken meleğin hissesi giderek azalır. Şirketi 3-5 yıl gibi bir sürede formal risk sermayesinin yatırım yapacağı seviyeye getiren melek yatırımcı, nakit ödeme almak için bir o kadar daha bekleyerek sonunda 100 milyar \$ değerine ulaşmış olan şirketten ancak %13'e seyrilmiş payına düşen 13 milyar \$ alacaktır. Bu durumda melek çok zarardadır. Bu yüzden melek yatırımcılar artık hisse seyrilmesini azaltmak için sendikasyon ile müteakip alım turlarına devam etmeye ve grup halinde yatırım yaparak risklerini diğer meleklerle paylaşarak azaltmaya çalışır. Anlaşma şartlarında hisse seyrilmesine karşı ve likidite durumunda tercih hakkı bulundurması, ileride doğabilecek maddi zararlarını azaltır.

İş melekleri girişimciler için önemli bir finans kaynağı olsalar da, formal risk sermayesinin ilgisini çekecek kadar büyük yatırımlara giremezler. Ancak ikinci tur alımları ve geç evre yatırımlarında süper melekler gibi bazı meleklerle ortak yatırımlara

¹⁰² Mothersill (Ed.), a.g.e., ss.8-17

da girmek zorunda kalabilirler. Melekler önceki girişimcilik, sektöre özel ve know-how gibi konulardaki deneyimleriyle risk sermayedarının yapmak zorunda olduğu yatırım sonrası pahalı ve zaman alıcı işleri, izleme ve denetleme faaliyetlerini yaparak, bu iş için harcayacakları zaman ve yüksek maliyetleri düşürebilirler. Diğer taraftan iki tip yatırımcının bir arada bulunması, yönetim stilineki farklılıklar, karar vermedeki artan karmaşıklıklar, kişilik ve çıkar çatışmaları gibi potansiyel anlaşmazlıklar kardan çok zarar da getirebilir.¹⁰³

1.1.4. Melek yatırımcılığın artı ve eksileri

İş melekleri girişimler için önemli bir finansman kaynağı olsalar da, risk sermayesinin ilgisini çekecek kadar büyüklüğe sahip değillerdir. Ancak bazı girişimlerde iş melekleri ile formal risk sermayesi ortak yatırımı da olabilir. İş melekleri, önceki girişimcilik, sektöre özel ve know-how gibi konulardaki deneyimleriyle, risk sermayedarlarının yapmak zorunda oldukları yatırım sonrası pahalı ve zaman alıcı işleri, izleme ve denetleme faaliyetlerini yaparak, bu iş için harcayacakları zaman ve yüksek maliyetleri düşürebilirler. Yatırım yaptıkları firmanın gelişmesinde mentorluk yaptıkları için daha sonraki büyüme aşamasında ihtiyaç duydukları finansmanın karşılanmasında risk sermayedarına güvenli bir seçim sunmakta yardımcı olurlar. Diğer taraftan, iki tip yatırımcının bulunması, yönetim stilineki farklılıklar, karar vermede artan karmaşıklıklar, kişilik ve çıkar farklılıkları gibi potansiyel anlaşmazlıklar kardan çok zarar da getirebilir.¹⁰⁴

Avantajları;

- Girişimciye ihtiyaç duyduğu sermayeyi sağlar; Yeni bir işe kimsenin para vermeye yanaşmadığı bir zamanda gerek duyduğu parayı, bankadan veya sermaye kuruluştan daha kısa bir süre içinde sağlar
- Esnek yatırım anlaşması şartları uygular; Bankalar ve formal risk sermayesinin yaptığı gibi kontrat şartları uygulamaz. Kendi parasını kullandığı için nihayetinde şartları müzakere edilebilir.

¹⁰³ R.T Harrison ve C.M Mason, "Venture Capital Market Complementarities: The Links Between Business Angels And Venture Capital Funds In The United Kingdom", **Venture Capital**, Vol.2, 2000, s.223-242

¹⁰⁴ Benjamin ve Margulis **a.g.e.**, ss.33-35,92-95

- Yeni bir şirkete bilgi ve tecrübesiyle çok değerli olanaklar sağlar; Yeni şirkete bilgi ve tecrübesi ile şirketin büyüme ve başarısı için paraya ilaveten gereken uzmanlık, dış çevre ile kontaklar kurma gibi ek faydalar sağlar.
- Yüksek riskli yatırıma girerler; İşe yeni başlayan firmaların çoğunun kaybettirdiğini bilmelerine rağmen yatırımları hakkında optimistik davranırlar. Karşılığında yüksek getiri beklerler.
- Yüksek aylık ödemelere gerek kalmaz; Girişimci bankadan alacağı borca karşılık ödemek zorunda kalacağı aylık ödemelerden ve faizden kurtulur. İşlerine daha iyi konsantre olabilir.
- Toplumsal Katılımcılık; Melekler genelde yaşadıkları çevredeki işlere yatırım yaptıklarından, yarattıkları istihdam olanakları ve ürettiği ürünlerin satın alınması ile bölgenin ekonomik kalkınmasına katkıda bulunurlar. Bölgedeki girişimcilik anlayışını artırır ve teşvik ederler.
- Her yerde bir melek vardır ve her endüstride yatırım yapar; Büyük sermaye kuruluşları gibi sadece belli bölgelerde değil her yerde bulunabilirler. Daha çok yeni teknolojiye odaklı endüstri alanlarına yatırım yapmayı tercih etseler bile, karlı ve hızlı büyüme olanağı gördükleri her iş alanına yatırım yapabilirler.
- Küçük miktarlarda sermaye sağlarlar; Bütün başlangıç evresi firmaları genelde 500.000\$ gibi küçük sermayelere gerek duyarlar. Melekler kendi birikimleriyle yatırım yaptıkları için, bu miktarlarda yatırım yapmayı tercih ederler.

Dezavantajları:¹⁰⁵

- Nadiren müteakip alım yaparlar; Müteakip yatırımlar firmanın daha geç evresi olduğundan daha yüksek sermayeye gerek vardır. Melekler bu büyük miktarları tek başlarına yapmak için yeterli imkana sahip değildirler. Büyük miktarları riske atmaktan çekinirler.
- Aldatıcı karakterde olabilirler; Bazı melekler sabırsız, açgözlü ve paraya hevesli olabilirler. Bazıları da işi iyi giden hazır bir firmayı kendileri için ele geçirmek isteyebilirler. Girişimciye danışmanlık gibi hiçbir ek yardımda bulunmak istemezler. Böyle bir durumla karşılaşmamak için önceden meleğiniz hakkında soruşturma yaparak bilgi edinmekte yarar vardır. Bunlar “şeytan” meleklerdir.
- İşe aktif katılım bazı problemlere sebep olabilir; Meleklerin şirket yönetiminde

¹⁰⁵ A.g.e., s.33-35, 92-95

belli bir oranda kontrol sahibi olmaları normaldir. Ancak bazı melekler şirketi kendilerini bu işe öyle kaptırırlar ki her şeyi kendileri kontrol etmek isterler. Bu durum girişimciyi öfkelenendir. Bazen de iş alanına ait tecrübesi olmamalarına rağmen yanlış kararlarında ısrarcı davranırlar ve şirkete zarar verebilirler.

- Şirketin yönetime veya girişimciye satılması; Yatırımcı bazen firmanın kontrolünü ele geçirmek amacıyla hissedarları kışkırtarak, hisselerinin tamamını piyasa değeri üzerinden bir prim teklif ederek satın almak ister. Şirketi ele geçirmek için ödeme nakit, hisse senedi veya her ikisi ile de yapılabilir. Dostça olan alımlarda hedef firma alım için anlaşmaya varıldığını ifade eder. Düşmanca olan alımlarda ise bu olmaz ve satın alan firma, yönetimi ele geçirmek için büyük miktarlarda hisse satın alır. Bu tür alımlarda bir firma rekabetçi avantaj geliştirir ve hisse senedi değerlerini arttırır. Bir veya birkaç firma birleşip, karşılıklı anlaşarak güç birliğine gidebilir. Bir şirket çıkıp şirketi borcuyla birlikte almak ister ve yönetimi değiştirir. Girişimci firmanın sahibi bu tür düşmanca hilelerle zor durumda bırakılarak firmasını kaybedebilir.
- Girişimci kötü niyetli davranır; Yatırımcıdan aldığı sermayeyi başka işlerde kullanarak şirketi iflasa götürebilir. Hatta bazı kişiler bu işi her zaman yapan tipler de olabilmektir. Bu yüzden melek yatırımcının da girişimcinin de birbirleri hakkında güvenilirlik açısından önceden bilgi edinerek, yatırıma karar vermesi gerekir.

1.1.5. Melek yatırımcı ve girişimci ilişkileri

Girişimci için, banka ve yatırım kuruluşlarının riskli gördükleri, başlangıç evresindeki işlerini ilerletmek amacıyla aradığı ek sermayeyi meleklerden sağlamak, hem kolaydır hem de zahmetli prosedürler içermez. Melekler emekli yöneticiler veya işadamlarıdır. Paranın yanında bilgi ve tecrübeleri ile genç girişimciye mentorluk yapabilirler. Ayrıca girişimcinin endüstrideki diğer iletişim ortamını ağları vasıtasıyla kolaylaştırırlar. Melekler yatırım yaptıkları firmanın çıkarlarını gönülden desteklerler. Bu yüzden melek yatırım almak onların ileriki başarılarına paradan başka manevi destek de sağlar. Ayrıca formal risk sermayesi gibi, sıkı bir yönetim kurulu kontrolü, kademeli sermaye kontrolü veya detaylı kontrat şartları gibi geleneksel kontrol mekanizmalarını kullanmazlar. Bunun yerine girişimciyi şirketteki büyük hissedar olarak kalmaya zorlayarak, olası temsilcilik giderlerini azaltır ve şirketin gelecekteki çıkışını girişimci lehine

düzenlerler.¹⁰⁶

Başarılı bir girişimci olmanın beş temel şartı şunlardır;

- Tereddütsüz tutku: Başkalarıyla paylaşacak kadar çok sevdiğiniz birşey varsa bu sizi zıplatır ve bir amaç kazandırır. Çünkü girişimci olmak özveri ve adanmak ister. İşler inişli çıkışlı olduğu zaman bu size dayanma gücü verir.
- Açık fikirli olmak: En başarılı girişimciler karşılarındakinden bir şeyler öğrenmeye hevesli olanlardır. Fikir almak isterler ve esnektirler. Kaybetme korkusu vizyonunuza demir bir yumruk gibi otursa da rijitlik size bir fayda sağlamaz.
- Uzman olmaya isteklilik: Girişimciler zorlukları severler. Yeni bir alanı düşünmek heyecanlı olmasına rağmen, üstün başarı gösteren girişimciler aynı iş kolunda uzun süre kaldıklarında başarılı olacaklarını bilenlerdir. Bu iş kolunun bütün hikayesini bildikleri için önceden edindikleri tecrübeleri kullanarak uzmanlaşabilirler. Ayrıca, kısıtlı zamanlarında veya sıkıntılı anlarında onları desteleyecek çok değerli ilişki ağına da sahip olurlar.
- İleriye bakma isteği: Daima ileriye düşünen girişimciler başarılı olurlar. Bazen işler yol haritasından sapabilir ama akıllarında daima başka bir yol daha vardır. Açıkça planlanmış bir dizi hedef sizi çıkmazdan koruyacaktır. Fikirlerinizi devamlı geliştirebilirsiniz ancak nereye gitmek istediğinizi belirlememişseniz, hiç bir yere gidemezsiniz.
- Sürekli yeni fikirler düşünmek: İyi giden bir işe sahip olmak daima iyidir. Ama girişimciler her zaman sonraki ne diye kendilerine hep sormalıdırlar. Başarılı bir girişimci olmanın bir varış yeri değil, bir hayat tarzı olduğunu bilirler.¹⁰⁷

Girişimciler para sağlamayı hisse satmaktan ziyade kapital satın alma prosesi olarak düşünmelidirler. Bu ince fark melek yatırımcı ve girişimci ilişkilerinde önemlidir. Girişimci, melek yatırımcının hissesinin değerini diğer yatırım araçlarından elde edeceği kazancı ve parasını yüksek riskli bir işe yatırdığını göz önünde bulundurarak hesaplamalıdır. Gösterge olarak borsadaki değerler kullanılır. Girişimcinin yaptığı en basit hata, tekliflerinde banka mevduatı veya borç verme faizini gösterge olarak

¹⁰⁶ Wong, **a.g.e.**, ss.1-37

¹⁰⁷ Stephen Key, **5 qualities of successful entrepreneurs**, (Çevrimiçi), www.entrepreneur.com/article/227776, (Erişim tarihi:01.09.2013)

kullanmalarınıdır.

Melek yatırımcıları çekebilmek için uygun bir iş planı, titiz hazırlanmış bir ciro modeli ve bu planları uygulayacak bir çekirdek yönetim kadrosunun bulunması gibi şartlar, yatırımcının karlı bir alışveriş olup olmayacağına karar vermesinde önemli rol oynar. Bir yatırımcı ile girişimcinin görüşmesinde, girişimcinin karşılaşacağı sorular genel olarak, pazar, ürün ve üretim, rekabet, ürün geliştirme, pazarlama ve satış, liderlik, iş stratejisi, finans ve gerekli sermayedir. İş planında sayıların önemi yoktur. Yatırımcı bunları yanlış bilgi olarak okur. Birçok tecrübeli melek yatırımcı başlangıç ve erken evre yatırımlarından %30-40 arasında bir yıllık getiriden daha az beklemezler. Girişimci de bu civarda bir teklif vermezse pek inandırıcı olamaz. % 100 dönüş vaat eden projeler, yatırımcıdan sadece para koparmaya yöneliktir. Yatırımcı bunu bilir. % 10 marjın koymak ise yazılmış bir şablondan alındığını gösterir. % 5 pazar payı koymak yanlıştır. Çünkü bu çok zor bir başarıdır. Müşteri ihtiyacını karşılar yazıldığında pek inandırıcı olmaz. Bunu belirlemek için yapılan çalışmada müşteri tarafının para ödediğini göstermek gerekir. Ayrıca rekabet yok demek de yanlıştır. Çünkü firmanın büyümesi için rekabet şansını kullanması gerekir. Bunu yazan girişimcinin projesi büyük ihtimalle geri dönecektir.

Bir melek yatırımcının girişimciden isteyeceği bilgiler önem sırasıyla şöyledir;¹⁰⁸

Bilmek isteyeceği en önemli konular;

- Ürün veya hizmet hakkında ayrıntılı bilgiler,
- Potansiyel müşteriler hakkında bilgiler,
- Ürün veya hizmetin müşteriye faydaları nelerdir?
- Ürünün pazarda satışa sunulması için öngörülen süre nedir,
- Fiyatlandırma ve ödeme metotları nelerdir?
- Rekabet hakkında ayrıntılı bilgidir.

Yatırım yapılacak sermaye ile ilgili olarak;

- Tahmini geliştirme maliyeti,
- Gelecek bir kaç yıldaki tahmini ciro,

¹⁰⁸ Wong, a.g.e., ss.1-37

- Gelecek bir kaç yıldaki masraflar,
- Gelecek bir kaç yıllık satış büyümesi,
- Girişimci olarak Sermaye koydun mu? Veya sermaye koymayı planlıyor musun?

Yatırımcı daha ilerisi ile ilgili şunları da bilmek isteyecektir;

- Ürün için müşteri memnuniyetinin kanıtı,
- Kendine olduğu kadar, yatırımcının da çıkarını samimi olarak istediğinin gösterilmesi,
- Beceri, liderlik ve yetkinliğinin kanıtı,
- Aynı alanda iş yapan diğer firmalarla birlikte pazardaki yerinin fotoğrafı nedir?
- Rakiplerle büyümüş olan bir pazardan nasıl kazanç sağlayacağına dair planladığın bir fikrin var mı?

Yatırımcıları para koymaktan caydıracak diğer bazı eğeler;

- Gerekli yeterlikte ve deneyim sahibi değilseniz,
- Girişimde rutin olarak kullanılacak yüksek seviyede karmaşık ve ileri teknolojiler varsa,
- Girişimin geleceği için çok pembe bir tablo çiziyorsanız, İşinizle ilgili değerlendirmeler yaparken pratik ve objektif değilseniz,
- Kendiniz hiç para yatırmadıysanız

Melek yatırımcıların en az %50'si deneyimli profesyonellerdir. Onların deneyimlerinden yararlanmak size çok fayda sağlayabilir. Ancak %50'si kadarının da işinizden hiç anlamayan deneyimsiz yatırımcılar olabileceğini unutmayınız.

Girişimci ile yatırımcı birbirleriyle ilk karşılaştıklarında edindikleri intiba çok önemlidir. Olumlu ise birbirlerini iş değerlendirmesi sırasında daha iyi tanımaya başlarlar. Girişimcinin verdiği bilgiler, yatırımcıya yardımcı olmaya yönelik ve dürüstçe ise, aynı zamanda yatırımcının da ona karşı davranışı (işe başlarken yaptığı maddi ve manevi fedakarlıklar) alın terini anlamaya yönelik ise karşılıklı güven oluşmaya başlar. Girişimcinin melekten ileride alacağı koçluk ve danışmanlık gibi yol göstericilik hizmetleri, onun en fazla ihtiyaç duyacağı kriz, işlerin ters gitmesi gibi zor ve karışık zamanlarında çok değerli olacaktır. Her ikisinin de aynı amaç için en az 5-7 yıl gibi

uzun zaman birlikte olacaklarının bilincinde davranmaları gerekir. Melek yatırımcının verdiği maddi olmayan yardımlar girişimci için paradan daha önemlidir. Bu yardımları kantitatif olarak ölçmek mümkün değildir. Ancak zaman içinde meleğin kendi ağı ve önceki iş ortamında edindiği çevreyi girişimciye destek olmak için kullanması sonucunda, evvelce kapılarını kapatmış olan banka, tedarikçi, iş ilişkileri geliştirmek istediği kişilerin bir müddet sonra ilgilerinin artması bir ölçü olarak alınabilir.

1.2.Melek Yatırım Alanları

Melek yatırımcılar her iş kolunda yatırım yapabilirler. Fakat melek yatırımcılığın esas amacı ve bugünkü yasalara göre istenen şartlara baktığımızda, mutlaka hızlı büyüme potansiyeline sahip, yüksek teknoloji veya hizmet alanında veya yenilik getiren bir buluşu geliştirmek üzere kurulmuş şirketlerin çekirdek ve başlangıç evrelerine yatırım yapma koşulu vardır. Zaten melek yatırımlardaki hızlı gelişme de Silikon Vadisindeki bu tür işletmelere yapılan yatırımlarla olmuştur.

Meleklerin yatırım yaptıkları iş kolları yelpazesi risk sermayesinden daha geniş olmasına rağmen, risk sermayesi gibi onlar da bilgi ve iletişim teknolojisi, biyoteknoloji ve sağlıkla ilgili teknolojilere daha fazla yatırım yapmaktadırlar. Yazılım ve bilgi/iletişim teknolojisi sektöründeki firmaların sermaye ihtiyacı daha düşüktür ve yatırımdan çıkış süreleri daha kısadır. Bu yüzden yatırımcılara daha cazip gelmektedir.¹⁰⁹ Araştırma ve Geliştirme (Ar-Ge), uzun vadeli ve yüksek maliyetli bir iştir. Yeni teknolojiye dayalı girişimlerin sermaye gereksinimi yüksek miktarlardadır. Yeni bir ürünün Ar-Ge çalışmalarında harcanan para bir birim ise, o ürününün geliştirilmesi için on kat ve üretim-pazarlaması için ise yüz katı kadar bir sermayeye gerek vardır.

A.B.D.'de 2000 krizi sonrası iş kollarına yapılan melek yatırımların % dağılımları CVR yıllık verilerinden derlenerek Tablo 27'de verilmiştir. Melek yatırımcıların en çok tercih ettikleri iş kolları hemen hemen tüm ekonomisi gelişmiş olan ülkelerde aynı eğilimi göstermektedir. 2000 ve 2008 krizleri öncesinde olduğu gibi sonrasında da yazılım en üst sırada olmaya devam etmiştir. Onu takiben sağlık araç ve gereçleri ile biyoteknoloji

¹⁰⁹ OECD, a.g.e., s.12

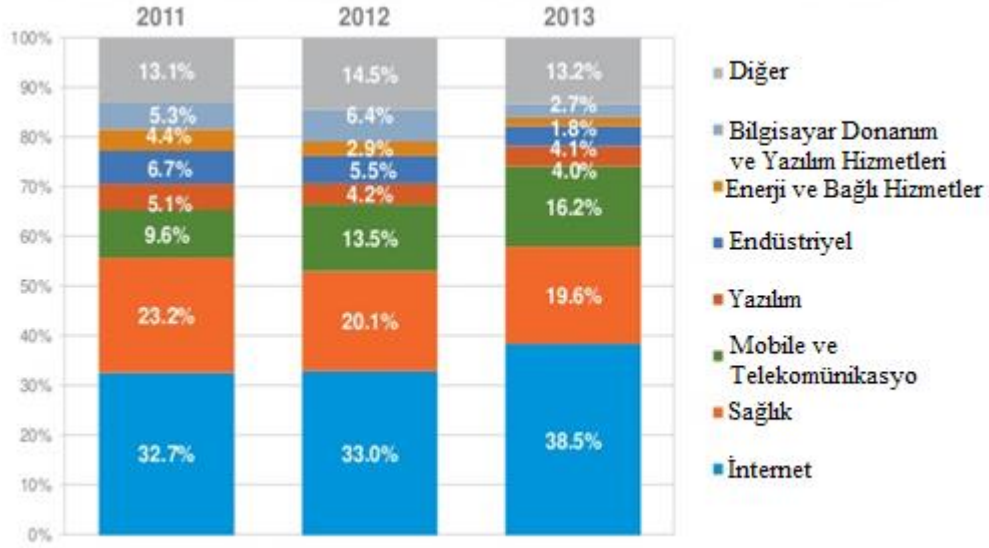
iş kollarına yapılan yatırımlar ara vermeden devam etmektedir. Tablodaki (-) işaretli bölümlerdeki yatırımların oranları önceki yıllara göre önemsenmeyecek farklılıklarda olduğundan yazarı tarafından dikkate alınmamıştır.

Tablo 27. A.B.D.’deki Melek Yatırımların İş Kollarına Göre Dağılımları

| Sektör | Yıllara göre % Dağılım | | | | | | | | | | |
|------------------------------|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
| Yazılım | 26 | 22 | 18 | 18 | 27 | 13 | 19 | 16 | 23 | 23 | 23 |
| Sağlık/tıbbi cihaz | - | 16 | 20 | 21 | 19 | 16 | 17 | 30 | 19 | 14 | 14 |
| Biyoteknoloji | 11 | 10 | 12 | 18 | 12 | 11 | 8 | 15 | - | 11 | 11 |
| Bilgi Teknolojisi Hizmetleri | - | 8 | 6 | - | - | - | - | 5 | 7 | - | - |
| Finansal Hizmetler | - | 8 | - | 6 | - | - | 5 | - | - | - | 7 |
| Perakende Satış | - | 7 | - | 8 | 6 | 12 | 9 | 5 | - | 12 | 7 |
| Telekomünikasyon | 5 | 6 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Elektronik/Donanım | 12 | - | 8 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Medya | - | - | 6 | - | 5 | 7 | - | - | 5 | 7 | 16 |
| Endüstri/Enerji | - | - | 6 | 6 | 8 | 8 | 17 | 8 | 13 | 7 | - |
| Yaşam bilimleri | 13 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| İmalat | 12 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

Kaynak: Center for Venture Research (CVR) yıllık raporlarından derlenmiştir.

Angel Resource Institute ve Silicon Valley Bank ile ortaklaşa çeyrek yıllık ve final raporları(Halo Report) düzenleyen CB Insight kuruluşu yayımlarından alınan Halo 2013 raporuna göre son 3 yıllık melek yatırımların sektörel dağılımları Şekil 12’de verilmiştir.



Şekil 12. A.B.D.’deki Melek Gruplarının Son Üç Yılda Sektörel Yatırımları
Kaynak: Silicon Valley Bank, “Halo Report 2013”, Angel Resource Institute, 2013, s.21

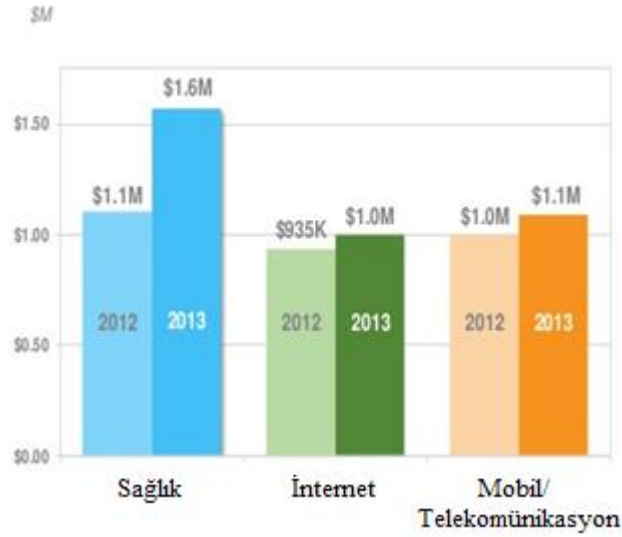
CVR ve Halo raporlarındaki değerlerde bazı farklılıklar gözlenmektedir. İnternet, sağlık ve mobil ve telekomünikasyon sektörlerinin tüm yatırımlardaki toplam payı 2013 yılında ~%65’den (2011/2012) %75’e yükselmiş ve toplam yatırımların dolar miktarının %78,8’ini oluşturmuştur. Mobil/telekomünikasyon sektörü kararlı bir yükselişe geçmiş ve yatırımlar 3 yılda %5,5 oranında artmıştır. Halo raporunda hiç bahsedilmeyen biyoteknoloji sektörü, Tablo 28’deki CVR verilerinde son on yılda %10 civarında kararlı bir yatırım payına sahiptir. Son on yılın toplam yatırımlarındaki oranı %50-60 aralığında olan yazılım, sağlık ve biyoteknoloji sektörlerinin, sürdürülebilir yatırım alanı oldukları izlenimini vermektedir. Bu iki farklı sonucun verilerin elde edildiği kaynakların bölgesel bazdaki sektörel dağılımların yoğunluk oranlarından ileri gelebileceği ihtimalini gözetsek de, toplam yatırım miktarlarında pek etkisinin olmayacağı açıktır.

Sağlık alanındaki yatırımların %60’lık kısmı tıbbi cihazlara olmuştur. Biyoteknoloji ve ilaç gibi sektörler ise %5-7 arasında kalmıştır.

Melek yatırımcılar ve formal risk sermayesi hızlı gelişen ve gelecek vaaden iş kollarına yatırım yaparlar. ACA ve PricewaterhouseCoopers Money Tree 2006 istatistiklerinde her ikisini de hemen hemen aynı sektörlerden pay aldıkları görülmektedir. Ancak

melekler ilgilerini daha farklı iş kollarına da yönlendirmişlerdir.¹¹⁰

Şekil 13'te 2012 ve 2013 yıllarındaki en büyük payı alan bu üç sektöre ait ortalama hisse alım miktarı büyüklükleri verilmiştir. İnternet ve mobil/telekom sektörleri hisse alım büyüklüklerinin değişmemesine rağmen (1 milyon \$), sağlık sektöründeki medyan alım büyüklüğü 2013 yılında %50 artarak 1,1 milyon \$'dan 1,6 milyon dolara çıkmıştır.



Şekil 13. A.B.D.'eki İlk Üç Büyük Sektöre Ait Melek Yatırım Hisse Büyüklükleri.
Kaynak: Silicon Valley Bank, "Halo Report 2013", Angel Resource Institute, 2013, s.9

Avrupa'daki melek yatırımların 2010 yılındaki sektörel dağılımı ise şöyledir;¹¹¹
Bilgi ve iletişim teknolojisi %34, mobil %7,0, inovatif endüstri %6,0, biyoteknoloji/yaşam bilimleri %6,0 sağlık %12 çevre/temiz teknolojiler %14, perakende ve dağıtım %8,0 imalat %10 diğerleri %8,0

Avrupa'daki melek yatırımlarda ilk üç sırayı bilgi-iletişim teknolojisi, çevre ve temiz teknolojiler ve sağlık sektörü almıştır. A.B.D. İle karşılaştırıldığında mobil en alt sıradadır.

ACA ve EBAN gibi melek ağlarıyla da işbirliği yapan Gust melek ağının verilerine göre 2014 ilk çeyreğine ait dünyadaki toplam melek yatırımlar içerisinde öne çıkan ülkelerin

¹¹⁰ Susan L. Preston, **Angel financing for entrepreneurs: Early stage funding for long term success** Jossy-Bass, 2007, s.12-13

¹¹¹ EBAN, "The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players", **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

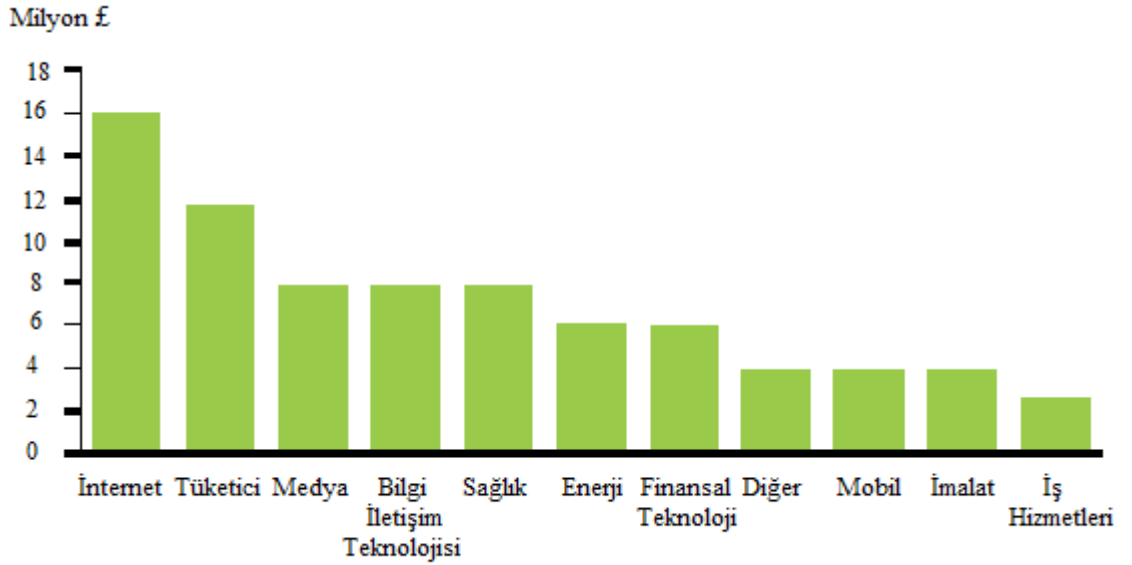
başında A.B.D. % 50,2 ile ilk sırada, onu Fransa % 4,9, Brezilya % 4,7, Kanada %3,8 ve İspanya %3,1 ile takip etmektedir.

2014 son çeyreği melek yatırımlarının dünyadaki sektörel dağılımı şöyledir;¹¹²

İnternet ve web %12,5, tüketici ürünleri %12,0, sağlık %10,1, eğlence %6,8, teknoloji %6,4, yazılım %6,1, endüstriyel enerji %5,3, giyim %5,3, iş ürünleri %4,9, mobil %3,6.

Yatırımların şirket evrelerine göre dağılımı ise şöyledir;

Fikir aşamasında % 10,7, ürün geliştirme aşaması %31,1 ürün tamamen hazır %28,5 nakit akışı aşamasında % 9,4.



Şekil 14. İngiltere'deki İş Melekleri Yatırımlarının 2013 Yılı Sektörel Dağılımı

Kaynak: Deloitte, "Taking The Pulse of The Angel Market", UK Business Angel Association, 2013, s.5

İnternet sektörü İngiltere'de de A.B.D. ve dünyadaki yatırımlarda olduğu gibi ilk sırayı almaktadır. Tüketici ürünleri ise global ölçekteki yatırımlarla uyumlu olarak ikinci sıradadır. Ancak sağlık/biyoteknoloji/tıbbi cihazlara yapılan yatırımlar A.B.D.'ye göre ikinci sırada, İngiltere'de ise beşinci sırada yer almıştır. Mobil sektörü ise A.B.D.de hızlı büyüyen bir sektör olarak görünmekte, İngiltere'de ise sondan 3. sıradadır. Ancak bilgi ve iletişim teknolojisi A.B.D.'de mobil ile birlikte verildiği için İngiltere'deki bileşimine bakılınca ilk 3 sıraya çıkmaktadır. Eğlence sektörü dünyada ve diğerlerinde önemli pay almıştır. İngiltere'deki melek yatırımlarında süper meleklerin diğer

¹¹² Ilana Grossman, **New Startups Around the World – Q1 2014**, (Çevrimiçi), <http://gust.com/blog/2014/05/15/new-startups-around-world-q1-2014/>, (Erişim tarihi:20.05.2014)

meleklerle oranla yaklaşık 3 kat daha fazla yatırım yaptıkları gözlenmektedir.

1.3.Melek Yatırımcılığın Tarihçesi

Melek yatırımcılık 80'li yılların başında A.B.D.'de ve bazı Avrupa ülkelerinde gelişmeye başladı, 90'lı yıllarda kararlı bir şekilde büyüdü ve 2000 yılındaki dot.com balonunun patlamasından sonra yavaşladı. 2002 yılından itibaren melek pazarı hızlı bir şekilde büyüyerek, sadece yatırım kapasitesi yüksek seviyeye çıkmakla kalmayıp, melek yatırımcılar da giderek profesyonelleştiler. 1990'ların ortasından itibaren ağlar, gruplar ve sendikalar halinde organize olarak güçlerini ve tecrübelerini koordine etmeye ve ortak yatırımlar yapmaya başladılar.

Melek yatırımcılık veya bireysel yüksek risk yatırımları insanların en eski ticari aktivitelerindendir. Tarihi Hammurabi kanunlarındaki (M.Ö.1790) yazılı anlaşmalara kadar eskiye gider. İster kişiler isterse zengin ailelerin yönettiği bürolar tarafından olsun, 19.yüzyılın sonlarından itibaren ekonomi tarihinde, girişimlerin başlangıç aşamalarında sağladıkları yüksek risk sermayesini öncelikle melekler temsil eder. Broadway 'deki birçok yeni müzikal ve tiyatro oyunlarını o zamanın zenginleri finanse etmişlerdir. Broadway yanında, geleceğe dönük fikir ve projelerin finansmanında önemli roller oynamışlardır. Phipses, Rockefeller, Vanderbilts&Whitneys, McDonald-Douglas, W.R.Grace gibi zengin aileler çeşitli melek girişimlerinde yatırım ve danışmanlık yapmışlardır. İlk formal risk sermayesi kuruluşu olan American Research and Development(ARD), (MIT) Massachusetts Institute of Technology başkanı Karl Crompton tarafından Harvard Business School profesörlerinden George F.Doriot ve Boston Business liderleri ile birlikte, II. Dünya Savaşından sonra 1946'da kurulmuştur. Zaman içinde Bessemer, Venrock ve J.H.Whitney gibi birkaç aile ofisi tek başlarına risk sermayesi şirketlerine dönüşmüşlerdir.¹¹³

Melek yatırımcılar uzun zamandır kapitalizmin bir parçasıdır. 1874'de Graham Bell, Bell Telephone şirketini kurmak için melek yatırımcılardan sermaye almıştır.Yeni iş kurmak isteyen bir çok genç iş adamının aklına zengin bir kişiden yardım almak fikri gelmiştir. Bunlardan biri de Henry Ford'dur.1903 de Henry Ford, Ford Motor Company

¹¹³ Kerr, Lerner ve Schoar, **a.g.e.**, ss.2-35

için beş melek yatırımcıdan 41.500\$ almış ve 1918'den önce bu yatırımın değeri 145 milyon \$'a çıkmıştır. Alberg 1990'ların ortasında küçük bir firma olan Amazon.com.'a 100.000\$ yatırmış ve sonunda 26 milyar \$ değerinde bir şirkete dönüşmüştür. Apple computer 1977'de 91.000\$ melek yatırım sermayesi ile kurulmuştur. An McGlenn'in hikayesi bunlardan çok daha çarpıcı ve şanslıdır. Body Shop mağazalar zincirinin kurulması aşamasında yatırdığı 4.000£, 42 milyon £ değerinde bir şirkete dönüşmüştür.¹¹⁴ Tablo 28'de bazı ünlü şirketlerin aldığı melek yatırım miktarları ve son değerleri görülmektedir.

Tablo 28. Ünlü Şirketlerin Gelişmesinde Melek Yatırımcıların Rolü

| Şirket | Melek Yatırımcı | İŞ Kolu | Yatırım | Çıkış Değeri |
|-----------------|-------------------|--|-------------|---------------|
| Apple Computer | - | Bilgisayar/Donanım | \$91,000.00 | 154 milyon \$ |
| Amazon.com | Thomas Alberg | İnternette kitap satışı | 100,000 \$ | 26 milyon \$ |
| Blue Rhino | Andrew Filipowski | Propan yerleştirmek için silindir tüpler | 500,000 \$ | 24 milyon \$ |
| Lifeminders.com | Frans Kok | İnternet E-mail uyarı hizmeti | 100,000 \$ | 3 milyon \$ |
| Body Shop | Ian McGlenn | Vücut bakım ürünleri | 4,000 £ | 42 milyon £ |
| MI Laboratories | Kevin Lich | Böbrek tıbbi tedavisi | 50,000 £ | 71 milyon £ |
| Matcon | Ivan Semenenko | Büyük konteynerler | 15,000 £ | 2.5 milyon £ |

Kaynak: Veland Ramadani, "The Importance Of Angel Investors In Financing The Growth Of Small And Medium Sized Enterprises", **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**, C.2, 2012, s.317

¹¹⁴ Ossenabrugge ve Robinson, **a.g.e.**, ss.41-43

1.4 Dünyada melek yatırımcılık

1.4.1 Avrupa’da melek yatırımcılık

Avrupa’da iş melekleri olarak anılan melek yatırımcılar, dünyanın her yerinde olduğu gibi Avrupa ekonomisinde de önemli rol oynamaktadır. İş melekleri finansal kaynakları ve yönetim tecrübeleri sayesinde Avrupa’da çeşitli iş kollarında fikirleri olan çekirdek evredeki girişimcilere yatırım yapmaktadırlar. Tablo 29’da iş meleklerinin birkaç Avrupa ülkesinde sektörlere göre yaptığı yatırımları görmekteyiz. Tablodan da anlaşılacağı gibi yapılan yatırımların büyük bir bölümü teknoloji alanına yapılmaktadır. Bunun yanı sıra biyoteknoloji ve yaşam bilimlerine yapılan yatırımlarda yadsınamaz bir yüzdeye sahiptir. Bu yüzdeler iş meleklerinin yaptıkları yatırımlarda ileriye düşündüklerini göstermektedir.

Tablo 29. Sektöre Göre İş Meleklerinin Yaptıkları Yatırımlar (Yüzde Olarak)

| | Fransa | Almanya | İtalya | Hollanda | Polonya | İspanya | İsveç | İngiltere |
|---|--------|---------|--------|----------|---------|---------|-------|-----------|
| Bilgi ve İletişim Teknolojileri | 40 | 38,3 | 13 | 17,5 | 100 | 33 | 26 | 26 |
| Mobil | 7 | 11,1 | 5 | 10,3 | 0 | 2 | 13 | 1 |
| Yaratıcı Endüstriler | 2 | 7,5 | 10 | 0,9 | 0 | 14 | 2 | 6 |
| Biyoteknoloji ve Yaşam Bilimleri | 14 | 5,7 | 7 | 2,1 | 0 | 10 | 13 | 24 |
| Sağlık/Tıbbi Teknoloji | 8 | 5,5 | 10 | 16,2 | 0 | 3 | 31 | 11 |
| Sürdürülebilir Yatırımlar | 4 | - | 0 | 12,3 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| Enerji | 8 | 11,3 | 0 | 4,5 | 0 | 3 | 4 | 3 |
| Çevre ve Temiz Teknolojiler | 9 | | 9 | 0 | 0 | 10 | 11 | 6 |
| Perakendecilik ve Dağıtım | 0 | 4,6 | 8 | 12,3 | 0 | 3 | 0 | 1 |
| Finans ve İş Hizmetleri | 0 | 1,9 | 22 | 5,3 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| Lojistik ve Taşıma | 0 | - | 0 | - | 0 | 3 | 0 | 0 |
| İmalat | 0 | 6 | 7 | - | 0 | 13 | 0 | 19 |
| Diğer | 9 | 7,7 | 8 | - | 0 | 4 | 0 | 3 |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

1.4.1.1. Fransa’da iş melekleri

Tablo 30’da Fransa’da iş melekleri ağlarının 2010 yılındaki temel verileri verilmiştir. Veriler iş meleklerinin görünen kısmıdır. Bayan iş meleklerinin azlığı göze çarpmaktadır. Bunun yanında iş meleklerinin 1.015 adedi aktif durumda değildir.

Tablo 30. Fransa’da İş Melekleri Ağlarının Temel Verileri (2010)

| Gösterge | EBAN Verileri |
|---|---------------|
| Ağların sayısı | 81 |
| Üye sayısı(Yatırımcı) | 4,030 |
| - Bunların içinde aktif olan iş meleği sayısı | 3,015 |
| Ortalama her ağa düşen yatırımcı sayısı | 50 |
| Toplam bayan iş meleği sayısı(% olarak) | %9,3 |
| 2009 yılında katılan iş meleği sayısı | 13 |
| 2009 yılında katılan bayan iş meleği sayısı | 1 |
| Ağdan ayrılan iş meleği sayısı | 6 |
| 2009 yılında ortalama her yatırıma düşen melek sayısı | 14 |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

Tablo 31’de Fransa’da 2010’daki toplam iş meleği yatırımlarını görmekteyiz. Tabloda görüldüğü gibi Fransa’da 62,5 milyon €’luk bir iş meleği yatırımı mevcuttur. Bununla birlikte müşterek yatırımcılarda dahil edilirse 125 milyon €’luk bir yatırım ortaya çıkmaktadır. Fransa’da yapılan toplam 177.000 adet yatırım anlaşması mevcuttur. Bu da 1 iş meleğine 18.000’lik muazzam bir değere tekabül etmektedir. İş meleklerinin Fransa’da kalkınmaya yaptığı yardımların açık bir ifadesini bu tabloda görmekteyiz.

Tablo 31. Fransa’da İş Meleği Yatırımları (2010)

| Gösterge | EBAN verileri | Toplam(Tahmini) |
|---|----------------|-----------------|
| Melekler tarafından yapalım toplam yatırım | 62,5 milyon(€) | 157 milyon(€) |
| Ortalama anlaşma sayısı | 177,000 | - |
| Melek başına anlaşma sayısı | 18,000 | - |
| Toplam yatırım tutarı-Müşterek yatırımcılar dahil | 125 milyon(€) | - |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

1.4.1.2. Almanya’da iş melekleri

Tablo 32’de Almanya’da iş melekleri ağlarının 2009 yılındaki temel verileri verilmiştir. Veriler bakıldığında ülkenin gelişmişliği açısından düşük durmaktadır. Fakat iş melekleri olgusu da yeni yeni ete kemiğe bürünmektedir. Yan sütunda gördüğümüz 2010 yılındaki ağ sayısı bunun açık bir göstergesidir. 2010 verileri 2009 yılına göre yaklaşık %150’lik bir artış göstermiştir.

Tablo 32. Almanya’da İş Melekleri Ağlarının Temel Verileri (2009)

| Gösterge | EBAN Verileri | Toplam Tahmini Bütün Alman İş Melekleri İçin |
|--|---------------|--|
| Ağların sayısı | 13 | 40(2010) |
| Üye sayısı(Yatırımcı) | 407 | 1,000-1,400 |
| - Bunların içinde aktif olan iş meleği sayısı | 218 | 400-600 |
| Ortalama her ağa düşen yatırımcı sayısı | 29 | |
| Toplam bayan iş meleği sayısı(% olarak) | %5 | |
| 2009 yılında katılan iş meleği sayısı | 60 | |
| 2009 yılında katılan bayan iş meleği sayısı | 8 | |
| Ağdan ayrılan iş meleği sayısı | 25 | |
| 2009 yılında ortalama her yatırıma düşen ortalama melek sayısı | 1 | |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2009, ss.4-24

Tablo 33’de Almanya’da iş meleklerinin ağlara yaptığı yatırımlar hakkında sayısal bilgiler

verilmektedir. Tabloda açık şekilde görülüyor ki alınan iş planlarının büyük bir bölümü iş meleklerine sunulmaktadır ve melekler 19,6 milyon €' luk yatırım yapmıştır.

Tablo 33. Almanya’da İş Meleklerinin Ağlara Yaptığı Yatırımlar

| Gösterge | EBAN verileri | Toplam(Tahmini) |
|--|---------------|-----------------|
| Alınan iş planlarının sayısı | 3,391 | 15,000 |
| Meleklerle sunulan iş planlarının sayısı | 531 | 2,400 |
| Ağ üzerinden yapılan anlaşma sayısı | 69 | 300 |
| Finanse edilen yeni şirket sayısı | 44 | 170 |
| Ağ üzerinden sunulan şirketlere yatırım yapan yatırımcıların sayısı | 60 | |
| Takip eden tur sayısı | 21 | |
| Melekler tarafından yapılan yatırım tutarı(€) | 19.6 milyon | 55 milyon |
| Anlaşma başına ortalama(€) | 178,000 | |
| Melek yatırımcı başına ortalama miktar | 111,000 | |
| Yatırım başına toplam tutar-müşterek yatırımcılar da dahil olmak üzere | 22,3 milyon | |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2009, ss.4-24

1.4.1.3. İtalya’da iş melekleri

Tablo 34’te İtalya’da iş meleklerinin 2007-2010 yıllarında yaptığı işlem sayısı ve yatırım değerleri verilmiştir. 2008 yılında 2007 yılına göre işlem sayısı 15 artmasına karşın yatırım değeri 11,6 milyon € artıştır. Bu da yapılan işlemlerin değerlerinin yüksek olduğunu göstermektedir. Bu yıldan sonra yapılan işlemlerin yatırım değerleri biraz daha düşük fakat sayısı yıllar geçtikçe artmaktadır. Bu durum istikrarı göstermektedir.

Tablo 34. Yatırım Değerleri Ve İşlem Sayısı 2007-2010

| Yıl | Toplam Yatırım(Milyon €) | İşlem Sayısı |
|------|--------------------------|--------------|
| 2007 | 19.5 | 105 |
| 2008 | 31.1 | 120 |
| 2009 | 31.5 | 179 |
| 2010 | 33.3 | 229 |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, 2007-2010, ss.5-33,4-24

Tablo 35’te 2010’daki görünen iş melekleri marketinin verileri verilmiştir. Verilere göre 229 yatırımcı ortalama 145.000 anlaşıma mevcuttur. 2010 yılında iş melekleri çekirdek evredeki girişimcilere 33 milyon €’ luk yatırım yapmıştır. 2010 yılında yapılan toplam yatırım miktarı hakkında bilgi alınamamıştır.

Tablo 35. Görünen İş Melekleri Marketinin Verileri (2010)

| Gösterge | IBAN Verileri(2010) |
|--|---------------------|
| Melekler tarafından yatırılan toplam tutar | 33 Milyon € |
| Yatırımların sayısı | 229 |
| Ortalama anlaşma miktarı (ortalama yatırım) | 145,000 |
| Melek yatırımcı başına ortalama tutar | <60,000€ |
| Yatırım toplam tutarı - müşterek yatırımcılar da dahil olmak üzere | - |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

1.4.1.4. Hollanda’ da iş melekleri

Tablo 36’da Hollanda’daki iş melekleri ağlarının 2009 ve 2010 yılındaki anket verileri verilmiştir. Hollanda’da yatırımcıların yarısına yakını aktif yatırımcıdır. Bu durum melek yatırımcılığın Hollanda’daki geleceği açısından olumlu bir durumdur. 72 adet iş meleği ağdan ayrılmıştır fakat 202 adet yeni katılım olmuştur. 2009 yılında toplam iş meleklerinin %30’unun bayan olması da sadece erkek yatırımların Hollanda’da yatırım yapmadığını bu konuda bayanlarında katkısının büyük olduğunu göstermektedir.

Tablo 36. Hollanda’da İş Melekleri Ağlarının Temel Verileri (2009-2010)

| Gösterge | 2009 Anketi | 2010 Anketi |
|--|--------------------|--------------------|
| Ağların sayısı | 11 | 4 |
| Üye sayısı(Yatırımcı) | 2375 | 4470 |
| - Bunların içinde aktif olan iş meleği sayısı | 1070 | - |
| Toplam bayan iş meleği sayısı(% olarak) | %30 | - |
| 2009 yılında katılan iş meleği sayısı | 202 | - |
| 2009 yılında katılan bayan iş meleği sayısı | 6 | - |
| Ağdan ayrılan iş meleği sayısı | 72 | - |
| 2009 yılında ortalama her yatırıma düşen ortalama melek sayısı | 3 | - |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2009, ss.4-24

Tablo 37’de Hollanda’da iş melekleri ağlarına iş meleklerinin yaptığı yatırımları göstermektedir. Toplam iş planlarının sayısına göre meleklerle sunulan iş planlarının sayısı 2009 yılında düşük kalmıştır. Bunun yanı sıra 2010 yılında EBAN verilerine göre yapılan yatırım tutarı 1/3 oranında azalmıştır. Tablonun son satırında gördüğümüz toplam yatırım tutarının meleklerin yaptığı yatırım tutarından düşük olması meleklerin finansal sisteme yaptığı faydanın açık bir göstergesidir.

Tablo 37. Hollanda’da İş Melekleri Ağlarına İş Meleklerinin Yaptığı Yatırımlar

| Gösterge | 2009 EBAN verileri | 2010 EBAN verileri |
|---|---------------------------|---------------------------|
| Alınan iş planlarının sayısı | 3735 | - |
| Meleklerle sunulan iş planlarının sayısı | 442 | - |
| Ağ üzerinden yapılan fırsatların sayısı | 109 | - |
| Finanse edilen yeni şirket sayısı | 6 | - |
| Ağ üzerinden sunulan şirketlere yatırım yapan yatırımcı sayısı | 179 | 44 |
| Takip eden tur sayısı | 3 | - |
| Melek ağı aracılığıyla meleklerin yatırım tutarı(€) | 25.320.000 | 7.400.000 |
| Ortalama anlaşma miktarı(€) | 364.875 | - |
| Melek yatırımcı başına ortalama miktar(€) | 139.875 | - |
| Yatırımın toplam tutarı - müşterek yatırımcılar da dahil olmak üzere(€) | 24.450.000 | - |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, 2009-2010, ss.4-24,5-33

1.4.1.5. Polonya’da iş melekleri

Polonya’da melek yatırımcılık yeni sayılabilecek bir olgudur. Tablo 38’de Polonya’daki görünen iş meleklerinin EBAN verileri verilmiştir. 2009 yılında katılan yatırımcı sayısı toplam yatırımcıların büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Polonya’da genç bir olgu olan iş meleklerinin gelişim hızının 2009 yılında arttığı görülmektedir. Bunun yanı sıra yıl boyunca 40 yeni iş meleği katılmıştır. Olumsuzluk olarak düşünülürse 25 adet melek ağdan ayrılmıştır.

Tablo 38. Polonya’da Görünen İş Meleklerinin EBAN Verileri

| Parametre | 2009 EBAN verileri | Toplam (Tahmini) |
|---|--------------------|------------------|
| Ağdaki yatırımcı sayısı | 89 | 150-200 |
| Ağdaki aktif yatırımcı sayısı | 41 | 80-100 |
| Bayan iş meleği sayısı | 12 | |
| Yıl boyunca katılan iş meleği sayısı | 40 | |
| Yıl boyunca katılan bayan iş meleği sayısı | 7 | |
| Ağdan ayrılan melek sayısı | 25 | |
| Ağ üzerinden şirketlere yatırım yapan meleklerin sayısı | 2 | |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2009, ss.4-24

1.4.1.6. İspanya’da iş melekleri

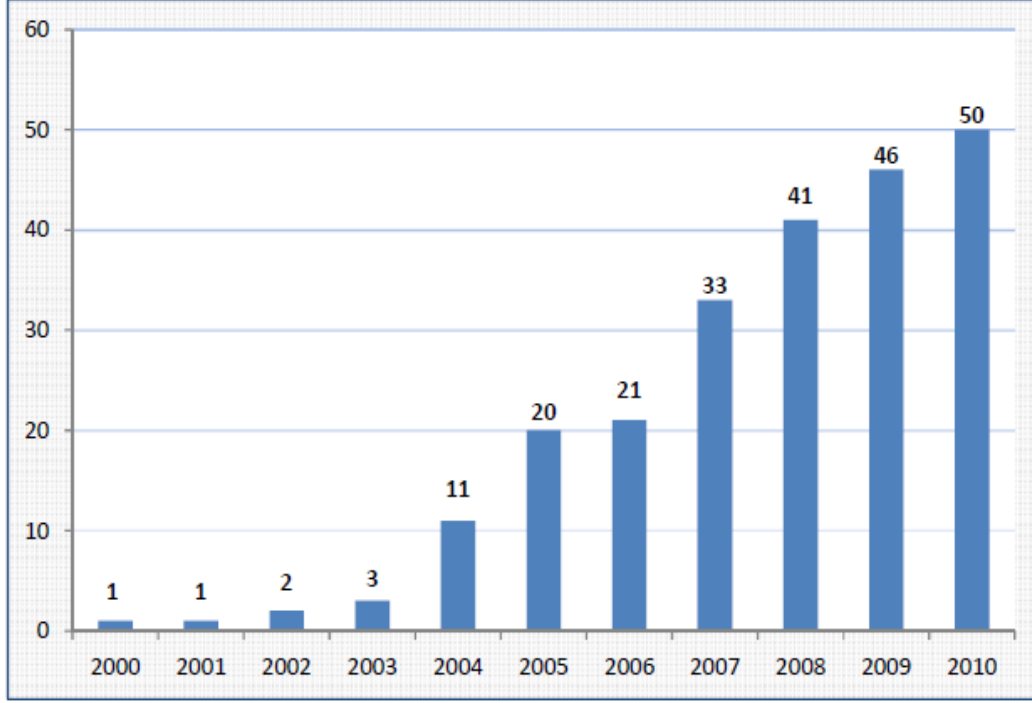
Tablo 39’da İspanya’daki iş meleği ağları verilmiştir. Tabloda göze çarpan 2 durum vardır. 1. durum bayan iş meleği sayısı %2,23 gibi çok düşük bir seviyede görünmektedir. Hatta 2008 verilerine baktığımız bu oran %0,4 olarak görülmektedir. Bununla birlikte ağdan ayrılan iş meleklerinin azlığı da İspanya’da iş melek ağının gelişimi olumlu yönde etkileyecektir.

Tablo 39. İspanya’da İş Melek Ağları (2010)

| Gösterge | EBAN Verileri (13 İş Melek Ağı) | ESBAN Verileri |
|--|------------------------------------|----------------|
| Ağların sayısı | 13 | 50 |
| Üye sayısı(Yatırımcı) | 807 | 1,729 |
| - Bunların içinde aktif olan iş meleği sayısı | 276 | - |
| Ortalama her ağa düşen yatırımcı sayısı | 34 | - |
| Toplam bayan iş meleği sayısı(% olarak) | 18(%2,23) | 57(%0,4)(2008) |
| 2010 yılında katılan iş meleği sayısı | 10 | 83(2008) |
| 2010 yılında katılan bayan iş meleği sayısı | 1 | 5(2008) |
| Ağdan ayrılan iş meleği sayısı | 2 | 55(2008) |
| 2010 yılında ortalama her yatırıma düşen ortalama melek sayısı | 1 | - |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

Şekil 15'te İspanya'daki iş melek ağının gelişimi gösterilmektedir. Şekilde 2004-2005-2007 yıllarında oransal olarak hızlı bir artış olmuştur. 2008 yılında artış yavaşlansa da istikrar düzenli ağ sayısı artışından anlaşılmaktadır.



Şekil 15. İspanya'da İş Melek Ağının Gelişimi

Kaynak: CSES, "Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final Report", 2012, s.102

1.4.1.7. İsveç'te iş melekleri

Tablo 40'da İsveç'te iş melek ağlarının 2010 verileri verilmiştir. 2010 verilerine göre İsveç'te 22 adet iş meleği ağı bulunmaktadır. Tahmini olarak 750-1000 arası yatırımcının yarısından fazlası aktif durumdadır.

Tablo 40. İsveç'te İş Melek Ağları (2010)

| Parametre | EBAN verileri | Toplam(tahmini) |
|---|---------------|-----------------|
| Ağların sayısı | 4 | 22(2010) |
| Üye sayısı (yatırımcı) | 135 | 750-1000 |
| - Bunların içinde aktif olan iş meleği sayısı | 57 | 400-600 |
| Ağ başına ortalama yatırımcı sayısı | 34 | - |

Kaynak: EBAN, "The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players", **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

Tablo 41'de İsveç'teki iş meleklerinin yatırım türleri ve hacimleri verilmiştir. İsveç'te 2010 yılında toplam yatırımların tutar olarak %10'unu iş melekleri yapmıştır. Bunun yanı sıra ağlar vasıtasıyla sunulan iş planlarının yaklaşık %25'i meleklerle sunulmuştur.

Tablo 41. İsveç'te İş Melekleri Yatırım Türleri ve Hacimleri

| Gösterge | EBAN verileri(4 İş Melek Ağı) | Toplam(tahmini) |
|---|-------------------------------|-----------------|
| 2010 yılında alınan iş planlarının sayısı | 435 | - |
| 2010 yılında meleklerle sunulan iş planlarının sayısı | 98 | 700-1000 |
| 2010 yılında ağ üzerinden sunulan fırsat sayısı | 25 | 175-250 |
| Finanse edilen yeni şirket sayısı | 17 | 120-170 |
| Takip eden tur sayısı | 5 | - |
| Melek ağı aracılığıyla meleklerin yatırım tutarı(€) | 3.020.000 | 21-30 milyon |
| Ortalama anlaşma miktarı(€) | 91,850 | - |
| Melek yatırımcı başına ortalama miktar(€) | 65,500 | - |

Kaynak: EBAN, "The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players", **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

1.4.1.8. İngiltere'de iş melekleri

Tablo 42'de İngiltere'de iş melek ağlarının 2010 EBAN temel verileri verilmiştir. Tablo'da göze çarpan en önemli veri ağdan ayrılan iş meleği sayısıdır. Çünkü 2010 yılında katılan iş meleği sayısı 57 olmasıyla birlikte ağdan ayrılan melek sayısı 67'dir. Bu ülkedeki iş meleği pazarı açısından olumsuz bir gelişme olmuştur.

Tablo 42. İngiltere’de İş Melek Ağlarının Temel Verileri (2010)

| Gösterge | EBAN Verileri |
|---|---------------|
| Ağların sayısı | 22 |
| Üye sayısı(Yatırımcı) | 537 |
| - Bunların içinde aktif olan iş meleği sayısı | 177 |
| Ortalama her ağa düşen yatırımcı sayısı | 24 |
| Toplam bayan iş meleği sayısı(% olarak) | %30 |
| 2010 yılında katılan iş meleği sayısı | 57 |
| 2010 yılında katılan bayan iş meleği sayısı | 8 |
| Ağdan ayrılan iş meleği sayısı | 67 |
| 2010 yılında ortalama her yatırıma düşen melek sayısı | 3 |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C.1, 2010, ss.5-33

Tablo 43’te İngiltere’de iş meleklerinin ağlara yaptığı yatırımların çeşitleri ve hacimleri verilmiştir. Ülkenin yatırımlarının 1/3’e yakını iş melekleri yapmaktadır. Aynı zamanda toplam fırsatların 1/3’ünden fazlası meleklerle sunulmaktadır.

Tablo 43. İngiltere’de İş Meleklerinin Ağlara Yaptığı Yatırımlar

| Gösterge | EBAN verileri | Toplam(tahmini) |
|---|---------------|-----------------|
| Alman iş planlarının sayısı | - | - |
| Meleklerle sunulan iş planlarının sayısı | 115 | - |
| Ağ üzerinden yapılan fırsatların sayısı | 127 | 316 |
| Finanse edilen yeni şirket sayısı | 40 | - |
| Ağ üzerinden sunulan şirketlere yatırım yapan yatırımcı sayısı | - | - |
| Takip eden tur sayısı | 4 | - |
| Melek ağı aracılığıyla meleklerin yatırım tutarı(€) | 18 milyon | 73 milyon |
| Ortalama anlaşma miktarı(€) | 142.500 | - |
| Melek yatırımcı başına ortalama miktar(€) | 25.000 | - |
| Yatırımın toplam tutarı - müşterek yatırımcılar da dahil olmak üzere(€) | 57.170.000 | - |

Kaynak: EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **EBAN Activity Report**, C. 1, 2010, ss.5-33

1.4.2. Amerika’da melek yatırımcılık

Son 4 yıldaki melek yatırımların ortalama ve medyan değerleri melek gruplarının tek başına ve diğer yatırımcılarla ortaklıklar halinde yaptıkları yatırımların hisse büyüklükleri önemli oranda farklılıklar göstermektedir. 2011 yılında melek gruplarının %67’si ortak yatırım yapmış, %33’ü ise sadece grup halinde yatırım yapmıştır. Medyan alım turu miktarı 1,5 milyon \$ üzerindeki yatırımlar ortak yatırım kabul edilmiştir. 2011’deki yatırımların %55’i, 2012 alımlarının %56’sı yeni kurulmuş şirketlere olmuştur. 2012’deki yatırımların %63’ü nakit para akışı olan şirketlere yapılmıştır. 2013 yılında melek gruplarının alımlarının %73’ü diğer yatırımcılarla ortak gerçekleşmiş ve hisse alım büyüklüğü 1,7 milyon \$’a çıkmıştır.

Melek gruplarının tek başlarına yaptıkları yatırımların oranı, giderek azalmaya başlamıştır. 2010 yılında %58,6, 2011 yılında %32,7, 2012 yılında %29 ve 2013 yılında %27’ye kadar düşmüştür. Ortak yatırım yapma oranları ise giderek artma eğilimine girmiştir. 2010 yılında %41,4 iken, 2011 yılında %67,3, 2012 yılında ise %71 ve 2013 yılında ise %73’e kadar yükselmiştir. 2011’deki alımların %6’sı konvertibl borç iken, bu oran 2012’de %11’e çıkmıştır.

Tablo 44. Melek Gruplarının Tek Başına Ve Ortak Yatırımlardaki Hisse Alım Büyüklüğünün Son Yıllardaki Dağılımı

| | Melek Grupları (\$) | | Ortak Yatırımlarda (\$) | |
|------|---------------------|----------|-------------------------|------------|
| | Medyan | Ortalama | Medyan | Ortalama |
| 2010 | 500.000 | 980.000 | 1,92milyon | 3,58milyon |
| 2011 | 610.000 | 950.000 | 1,63milyon | 3,39milyon |
| 2012 | 600.000 | 875.000 | 1,50milyon | 2,97milyon |
| 2013 | 600.000 | 931.000 | 1,70milyon | 2,50milyon |

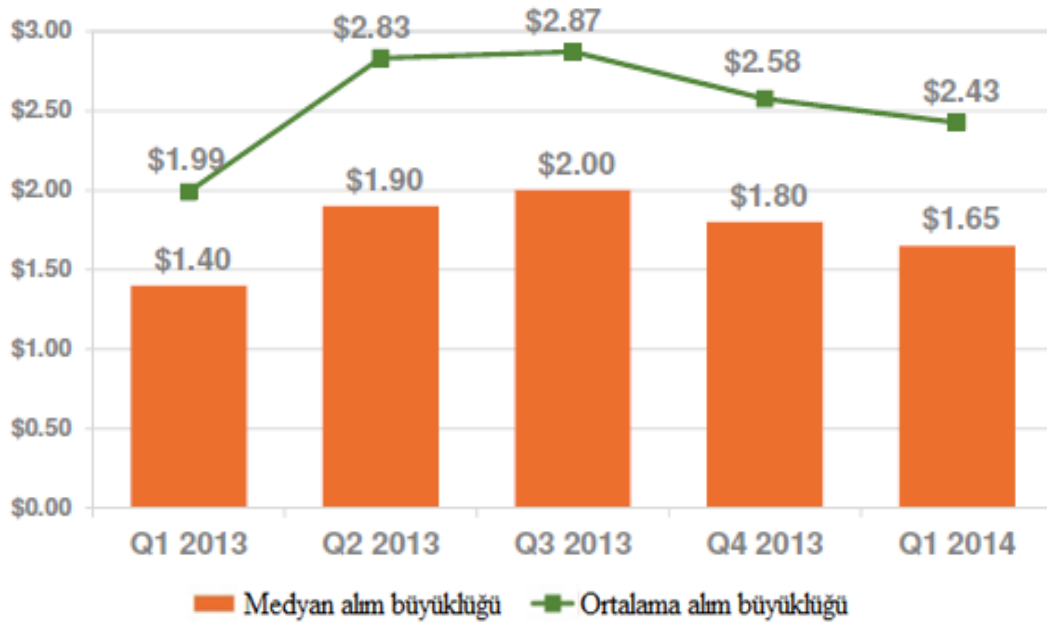
Kaynak: Halo Report, “Angel Group Year in Review, **Angel Resource Institute**, 2010-2013, ss.6-21

A.B.D.’deki toplam melek yatırımlarının miktarı 2001 ve 2008 krizlerinden önce yükselmiş ve hemen sonrasında düşüşler göstermiştir. Fakat bu düşüş 2008 krizinden sonra çok fazla olmamıştır. Bu da A.B.D. melek pazarındaki yatırımların kararlı ve sürdürülebilir olduğunu göstermektedir.

Tablo 45. A.B.D.’deki Toplam Melek Yatırım Miktarı ve Yatırım Alan Girişimci Sayısının Yıllara Göre Dağılımı

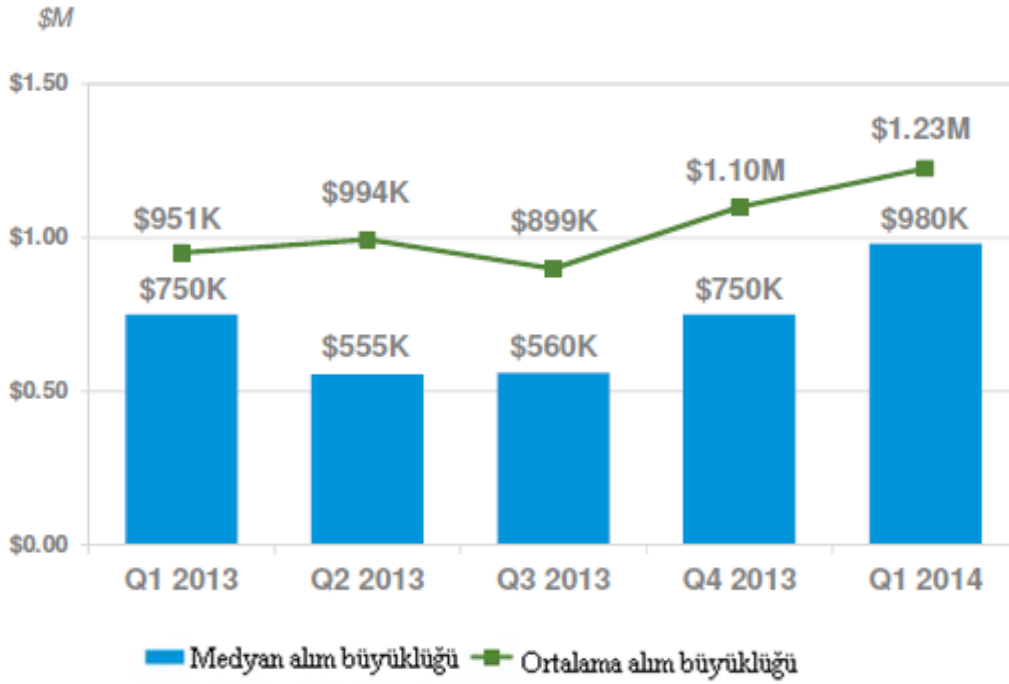
| Yıllar | Toplam Yatırımlar | Yatırım Alan Girişimci Sayısı |
|--------|-------------------|-------------------------------|
| 2001 | 30milyar\$ | - |
| 2002 | 15,7milyar\$ | 36.000 |
| 2003 | 18,1milyar\$ | 42.000 |
| 2004 | 22,5milyar\$ | 48.000 |
| 2005 | 23,1milyar\$ | 49.500 |
| 2006 | 25,6milyar\$ | 51.000 |
| 2007 | 26,2milyar\$ | 57.120 |
| 2008 | 19,2milyar\$ | 55.480 |
| 2009 | 17,6milyar\$ | 57.225 |
| 2010 | 20,1milyar\$ | 61.900 |
| 2011 | 22,5milyar\$ | 66.230 |
| 2012 | 22,9milyar\$ | 67.030 |
| 2013 | 24,8milyar\$ | 70.730 |

Kaynak: Jeffrey Sohl, “The Angel Investor Market In 2002-2013: A Return To Seed Investing”, **Center for Venture Research**, 2002-2013, ss.1-2



Şekil 16. A.B.D. Melek Yatırımcıların Diğer Yatırımcılarla Ortak Yatırım Yaptıklarında Hisse Alım Büyüklükleri

Kaynak: Silicon Valley Bank, “Halo Report 2014”, **Angel Resource Institute**, 2014, s.7



Şekil 17. A.B.D. Melek Ve Melek Gruplarının Hisse Alım Büyüklükleri

Kaynak: Silicon Valley Bank, "Halo Report 2014", Angel Resource Institute, 2014, s.6

Şekil 18’de toplam yatırım miktarının %67’si ve hisse alımlarının %63’ü Orta Atlantik, Kuzey Batı, Büyük Göller, Yeni İngiltere ve Kaliforniya bölgelerinde gerçekleşmiştir. Yatırımların en fazla olduğu bölge Kaliforniya aynı zamanda dolar olarak da yatırım büyüklüğünün en fazla olduğu alımların gerçekleştiği bölgedir. Bu bölge dışındaki diğer bölgelerde yatırımların hemen hemen eşit olarak dağıldığı görülmektedir. Yatırımların giderek eşit dağılmaya başlaması girişimcilerin ülkenin melek yatırımcılarına ulaşmalarının kolaylaştığını göstermektedir.

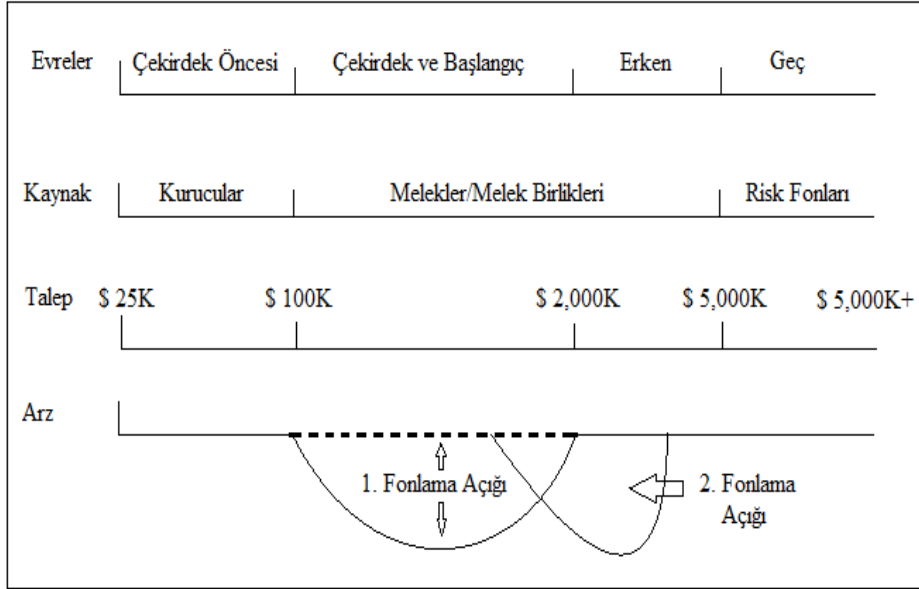


Şekil 18. A.B.D.’deki Yatırımların Bölgesel Dağılımları

Kaynak: Silicon Valley Bank, “Halo Report 2013”, Angel Resource Institute, 2013, s.17

1.5. Finans Sisteminde Melek Yatırımcılık Ve Yeri

Girişimlerin çekirdek ve başlangıç evrelerine de yatırım yapmakta olan risk sermayesi yatırımcılarının bu evreye yatırımlarını 1980’li yıllardan başlayarak azaltmaları sonucu, şekil 21’de fonlama açığı olarak gösterilen 100.000-2.000.000\$ aralığındaki sermaye darlığına sebep olmuştur. Melek yatırımcılar bu boşluğu doldurmuşlardır. Ancak 2000’deki ekonomik kriz sonrası riskli yatırımcılardan giderek uzaklaşmayı tercih eden risk sermayesi yatırımlarını daha geç evrelere yapmaya başladılar. Hisse alım büyüklükleri 7 milyar \$ üzerine ulaştı. Bu miktarlardaki para ise küçük firmaların 2. Alım turları için ihtiyaçlarından çok yüksektir. Bireysel meleklerin bu evre yatırımlarına ayıracak miktarlarda paralarının olmayışı 2-5 milyon\$ aralığındaki ikinci bir sermaye boşluğu yarattı. Bu boşluğu da gene melek yatırımcılar gruplar ve sendikalar kurarak ortaklaşa yatırımlarla doldurmayı başarmışlardır.



Şekil 19. Bir Girişimin Yatırım Evrelerine Göre Finansmanı

Kaynak: Jeffrey, E. Sohl "The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments", *Journal of Private Equity*, 2003, C. 6, Y. 2, ss.7-17

Başarılı bir melek yatırım için bazı temel faktörler vardır. Bunlar:¹¹⁵

- Melek yatırımcının önceden tecrübeli bir girişimci olması,
- Yatırımdan önce değerlendirme çalışması,
- Melek yatırımcının tecrübeli olduğu sektörlerde yatırım yapması,
- Yeni melek yatırımcının staj, mentorluk veya koçluk hizmeti alması,
- İyi çalışan bir girişimci ekosistemiyle irtibatta olması
- Sosyal sermaye ve ağlarla(yerel ve giderek artan uluslararası) ilişki de olması.

Melek yatırım pazarının zorluklarını da şöyle sıralayabiliriz:

- Açık tanımlamalar, data ve araştırmanın eksikliği,
- Müteakip alımlar,
- Çıkış piyasası,
- Birliklerin, netlerin ve grupların finansal sürdürülebilirlikleridir.

Yeni trendler ve gelişmeler ise şunlardır:

- Küçük miktarda para ile başlamak,

¹¹⁵ Sohl, a.g.e., ss.7-17

- Akseleratörler (hızlandırıcılar),
- İnternet araçları,
- Uluslararası ve sınır ötesi kooperasyon,
- Sınır ötesi alımlar,
- Melek ağları ve grupların ilişkileri,
- Güçlü(etkin) yatırımlar,
- Bölge/ülke evrimi(dönüşümü/değişimi).

Melek sermayesi, formal risk sermayesi ve banka gibi diğer kuruluşların girmek istemediği, yeni kurulmuş işyerlerinin ve KOBİ'lerin çekirdek ve başlangıç evrelerine yatırım yaptıklarından, aradaki sermaye boşluğunun kapatılmasında önemli bir yatırım pazarı oluşturmuşlardır. Hızlı büyüme kapasitesine sahip ve yenilikçi bir fikirle, ürün veya hizmet geliştirip piyasaya sunmak üzere kurulan küçük işletmelerin (gazeller) finansmanında girişimcinin tercih edebileceği kaynaklar, melek yatırımcı sermayesi, risk sermayesi kuluçka merkezi, hızlandırıcılar başta olmak üzere bankalar, finans şirketleri, finansal kiralama, faktöring, françaysing veya zengin bireylerden borç gibi birçok seçenekleri vardır. Girişimci iş, aile, arkadaş çevresi, kredi kartı gibi olanaklarla topladığı parayla başlattığı işinin hayatta kalabilmesi için gerek duyduğu sermayeyi, işinin bu seçeneklerden hangisine daha uygun olacağını dikkate alarak seçmek zorundadır. Yeni kurulan ve hızlı büyüme potansiyeline sahip firmaları için en uygun olan finansman seçimleri “girişimci eko sistemi” olarak adlandırılan bir sistem içinde girişimci kendine uygun bir seçim yapabilir. Girişimci erken evre fonlaması sistemi şematik olarak aşağıdaki şekilde verilmiştir.¹¹⁶

Kuluçka merkezleri, girişimcilere projelerini oluşturmak ve geliştirmek için destek ortamı sağlar. Bu destek sadece sermaye değil fiziksel altyapı, yönetici ofisi ve pazarlama hizmetleri şeklinde de olur. Şirket veya üniversite tarafından kurulan bu merkezler yatırımcı firmalara sermaye sağlar, teknik yardım sunar ve şirketin değer

¹¹⁶ Francisco Banha, “Giving Wings to New Ideas, Trends and Developments in the Angel Market around the World”, **11th International Angel Brazil Summit**, 2012, Rio de Janeiro, Brazil, s.15

kazanması için uğraşır. Tam işleyen kuluçka merkezi aynı iş kolundaki birçok firmaya hizmet verir. Örneğin, sektöre özel kuluçka merkezleri. Aynı zamanda mekanı ve cihazların ortak kullanımı hatta profesyonel danışman ekibinin ortak kullanımı mümkündür. Firmaların hepsi aynı gelişme evresinde olmayabilir.

Kuluçka merkezlerinin sağladığı avantajlar şunlardır:¹¹⁷

- Direk istihdam yaratır,
- Uzun vadede dolaylı istihdam yaratır,
- Birbirini tamamlayan girişimcileri fiziksel olarak aynı ortama getirerek sinerji oluşturur.
- Yasal girişimcilik için emin bir ortamdır
- Müteakip alımlar için yatırımcılara cesaret vererek finansmanında yardımcı olur
- Yatırım hedefleri arayan melek yatırımcılara büyük bir alan açar.
- Kuluçka merkezlerine ilgi giderek artmaktadır. Girişimciler için bilim ve teknoloji parklarından daha etkili olduğu gözlenmiştir. İngiltere’de yeni firmaların büyümesindeki başarı oranı %73 olduğu açıklanmıştır.

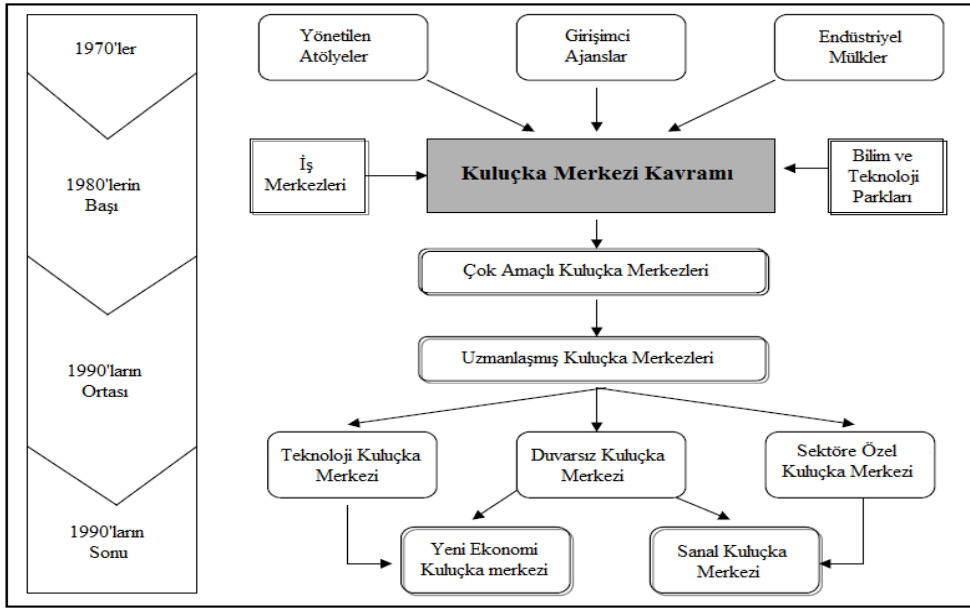
Amerika’da National Business Incubation Association(1999)’ın açıklamalarına göre:

- Kuluçka merkezleri 245.000 istihdam ile hala iş yapmakta olan 19.000 firma yaratmıştır.
- Merkez olanaklarının %75’i 4.000 m²’den azdır.
- 1997’de her kuluçka merkezi 20 girişimci firmaya hizmet vermiştir. 2004’teki sayıları 950’ye çıkmıştır. İsrail’de 7 yılda (1991’den beri) 600 proje elden geçirilmiş ve 3.000 ileri teknoloji firmasının yaratılması sağlanmıştır. 1998’de İngiltere ile İsrail 25,75 milyon € ile Britech olarak bilinen girişimi kurmuştur. Biyoteknoloji, bilgi ve iletişim teknolojileri(bilişim) ile ilgili kuluçka merkezleriyle birlikte çalışmaktadır. Kuluçka merkezlerinin doğasında yükseköğretim enstitüleri ile birlikte çalışma vardır. Amerika’da Boston, İngiltere’de Cambridge, Türkiye’de ODTÜ gibi akademik kuruluşlar az veya çok işle ilgilenererek model oluştururlar. Sponsorları; devlet, üniversiteler, kar amacı gütmeyen organizasyonlar, yatırımcılardır (melekler veya risk sermayedarları).

¹¹⁷ Banha, a.g.e., ss.2-54

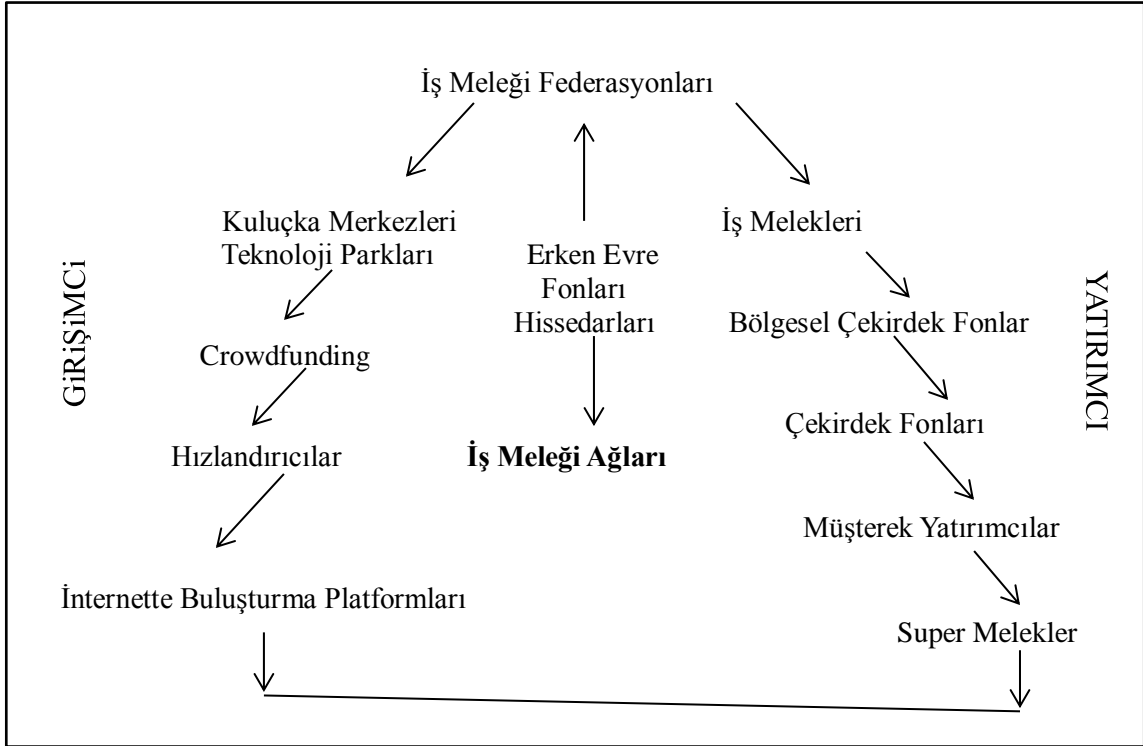
Bilim ve teknoloji parkları 1980'lerde popüler olmaya başlamışlar ancak kuluçka merkezleri gibi ticarileştirmede başarılı olamamışlardır. Kuluçka merkezlerinin aksine bilim parkları daha uzun süre desteklenmek ister. Amerika'daki Research Triangle Park'ın bugünkü hale gelmesi 10 yıldan daha uzun zaman almıştır. Başarısızlık oranlarının oldukça yüksek olduğu ve Amerika'daki birçok parkın kapandığı, Avustralya'da ise sadece bir parkın iflas ettiği bilinmektedir.

Yeni teknoloji kuluçka merkezlerinin bilim parklarından daha başarılı olmasının sebebi, kuluçka merkezlerinin, kiracıların hayatta kalma aşamasındayken yatırım aramaya çıkmasının zamanlamasıdır. Kuluçka merkezleri melek yatırımcıları çekmek için büyük çaba gösterirler. Bazı meleklerde, kendi deneyimlerine dayanarak kendi özel kuluçka merkezlerini bile kurabilirler. Bu firmaların ikinci aşamasına yatırım yapmak için bir melek sermayesi yeterli olmaktadır. Çünkü bu aşama gelecekteki potansiyeliyle karşılaştırıldığında, firmanın düşük değerli zamanıdır. Bir firma 3. aşamaya geçerken, sermaye daha değerlidir ve informal yatırımcının avantajları daha az önemlidir ve risk sermayedarları daha çok ilgilenmeye başlarlar. 1980'li yıllarda kurulan 1. nesil kuluçka merkezleri çok dikkatli seçilmiş girişimci gruplara ortak mekan ve araç gereç kullanımı sunuyordu. 1990'da kurulan 2. nesil kuluçka merkezleri çalışma mekanı yerine geçen ayrı ayrı bölümlere ihtiyaç olduğunu anlayarak yeteneklerin gelişmesi, internet hizmetlerine erişim gibi profesyonel destek yanında çekirdek sermaye sağladılar. 1998'de başlayan başka bir modelde teknoloji esaslı girişimlerin büyüme potansiyelini artırmak üzere verdikleri desteğe mobilize bilgi iletişim teknolojilerini de ilave ettiler.



Şekil 20. Kuluçka Merkezlerinin Gelişmesi Modeli

Kaynak: CSES, "Final Report: Benchmarking of Business Incubators", European Commission Enterprise Directorate-General, 2002, s.19



Şekil 21. Girişimci Erken Evre Fonlaması Sistemi

Kaynak: Francisco Banha, "Giving Wings to New Ideas Trends and Developments in the Angel Market Around the World", II International Angel Investor Brazil Summit, 2012, s.15

1.5.1. Girişim sermayesi

Girişim sermayesi (private equity) kavramı risk sermayesi (venture capital) kavramını da kapsayacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş şirketlere yapılan yatırımların yanında, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisi güden genellikle 3-10 yıllık şirketlere yapılan yatırımları da (büyüme ve genişleme) kapsayacak şekilde kullanılmaktadır.¹¹⁸

1.5.2. Risk Sermayesi

Risk sermayesi şirketleri varlıklı kişilerden ve kurumlardan topladıkları sermayeyi yüksek riskli ancak getiri potansiyeli yüksek ve hızlı büyüme gösterebilen firmalara yatırır. Risk sermayesi profesyonel sermaye olup, yatırımcıları limitet ortaklar olarak faaliyette bulunurlar. Risk sermayesi yatırım aktivitesi aynı zamanda çekirdek ve erken evre finansmanının ana kaynağını oluşturdukları söylene de, gerçekte risk sermayesi firmalarının önemli bir kısmı 1980 sonlarından itibaren bu evreleri informal yatırımcı pazarına terk edip, geç ve genişleme evresi aşamalarını tercih etmişlerdir. Risk sermayesinin büyük bir kısmı yeni işlerin kurulmasına katkıda bulunmaz. Risk sermayedarları kurumsal yatırım şirketlerinin bir portföyünde biraz kayıp ve biraz kazanç ile ortalama bir kar elde edeceklerinin bilincinde olarak yatırım yaparlar.

Risk sermayesi içinde formal risk sermayesini melek yatırımdan ayıran en önemli özellik hisse alım büyüklükleridir. Tablo 50'de melek yatırımcı ve risk sermayedarlarının hisse büyüklükleri arasındaki farklılıklar verilmiştir. Bu veriler oldukça eski olmasına rağmen yüksek teknoloji girişimlerinin erken evre finansmanı için yapılmış en sistematik ve en kapsamlı çalışmadır.¹¹⁹

¹¹⁸ SPK, "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları", **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6**, 2010, s.4

¹¹⁹ J. Freear ve W.E. Wetzel, "Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs?", **Journal of Business Venturing**, 1990, C. 5, Y. 2, ss.77-89.

Tablo 46. Risk Sermayesi ve Melek Yatırım Hisse Büyüklüğü Aralıkları

| Finans Turu \$ | Melek Yatırım % | Risk Sermayesi % | Yatırımcı Melek Sayısı | Risk Sermayedarı Sayısı |
|-------------------|--------------------|---------------------|---------------------------|----------------------------|
| <250 | 58 | 5 | 102 | 8 |
| 250-500 | 24 | 8 | 43 | 14 |
| 500-1.000 | 8 | 18 | 15 | 31 |
| >1.000 | 10 | 69 | 17 | 120 |
| Toplam | 100 | 100 | 177 | 173 |

Kaynak: J. Freear ve W.E. Wetzel, “Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs?”, **Journal of Business Venturing**, 1990, C. 5, Y. 2, ss.77-89.

Tablo 50’de 1 milyon dolar üzerindeki yatırımlara giren risk sermayesinin oranının meleklerden çok daha fazla olduğunu görmekteyiz. Buradan elde edilen bir başka sonuç da melek ve risk sermayesinin yüksek teknoloji yatırımlarında birbirlerini tamamladıklarıdır. Başlangıçta daha az bir sermayeye gerek duyulduğu için melekler yatırım yaparlar, daha sonra firmanın genişlemesi için gereken miktar yüksek olduğu için formal risk sermayesi devreye girer. Son yıllarda meleklerin ağlar vasıtasıyla iyi organize olarak profesyonelleşmeleri sonucunda ortak yatırımlar yaparak daha sonraki evrelere de katılmaları formal risk sermayesinin 5-7 milyon dolar üzerindeki alımlara doğru yönelmelerine sebep olmuştur.¹²⁰

Risk sermayesi şirketleri genellikle girişimin kararsız ve pazarın bilinmediği ve geçmiş ticari hikayesinin olmaması dolayısıyla yeni girişim firmalarının çekirdek ve başlangıç evrelerine yatırım yapmaktan kaçınırlar. Bu evreler daha küçük miktarlardaki sermayeyi gerektirdiğinden ve yüksek riskli olduğundan yatırım öncesi değerlendirmesi masrafları ve fon yöneticisinin bu işe harcadığı zamana değmeyecek bir yatırımdır. Ancak aynı zamanda da hisse değerlerinin piyasa beklentilerinin üstüne çıkacağı, girişimin belirsizlik döneminin atlatıldığı ve alım fırsatlarının azalacağı kadar çok geç bir evrede de yatırım yapmaktan kaçınırlar. Bu yüzden geç ve genişleme evresi veya satışa hazırlık evrelerini tercih ederler. Ayrıca çekirdek evresine tek bir büyük yatırım yapıldığında oluşacak moral zararları ve olumsuz seçim yapma tehlikesini de ortadan kaldırmış olurlar.

Tablo 51’de görüldüğü gibi 1980’li yılların sonuna kadar A.B.D.’deki risk sermayesinin

¹²⁰ Jeffrey Sohl, “The Angel Investor Market In 2011:The Recovery Continues”, **CVR**, 2011, ss.1-2

çekirdek ve erken evre yatırımları giderek azalmış ve yarı yarıya düşmüştür. Emekli fonlarının risk sermayesi fonlarında da değerlendirilebileceğine dair kanun çıkmasıyla birlikte, risk sermayesi yatırım fonlarına akan para çok büyümüş ve bunun sonucunda genç ve tecrübesiz olan birçok yatırım şirketi açılmıştır. Aynı zamanda bu furyadan faydalanmak isteyen birçok tecrübesiz yatırımcılar da piyasaya dolmuştur. Genç yatırımcı şirketleri kısa sürede kazanç elde ederek adlarını duyurmak için yatırımlarını geç evrelere ve satış işlemlerine yoğunlaştırarak 1-2 yıl gibi kısa bir sürede iyi getiri elde etmek istediler. Bunun sonucunda 1988 yılı sonlarında risk sermayesi çekirdek evresi yatırımları 1980'e göre yarı yarıya düştü. Genişleme ve geç evre yatırımları artarak, kaldıraçlı satışlara da yatırımlara başladılar.

Tablo 52'deki risk sermayesi hisse alım turlarındaki miktarlara bakıldığında 1988 sonlarından itibaren hisse büyüklüklerinin arttığı ve 1998'de 5 milyon dolara yaklaştığı görülmektedir. Buradan da risk sermayesinin genişleme evresi ve çıkışa yakın yatırımlara ağırlık verdiği anlaşılmaktadır. Formal risk sermayesinin yeni işyerlerinin kurulmasında girişimcilere hiç bir desteklerinin olmadığı ve meleklerin tersine sadece para kazanmak amacıyla, daha kısa vadelere yönelik yatırımcılık yaptıkları açıkça anlaşılmaktadır. Son on yılda risk sermayesi, kuruluş aşamasındaki firmaların toplam sermayelerinin %2'den daha az bir kısmını finanse etmişlerdir.

Tablo 47: 1980-1988 Yılları Arasında A.B.D. Risk Sermayesinin Girişim Evrelerine Göre Yaptıkları Yatırımların Dağılım Oranları

| | Çekirdek ve Erken Evre | Genişleme ve Geç Evre | Kaldıraçlı Satış |
|------|------------------------|-----------------------|------------------|
| 1980 | %25.0 | %75.0 | %0.0 |
| 1981 | %22.6 | %77.4 | %0.0 |
| 1982 | %20.0 | %68.0 | %12.0 |
| 1983 | %17.2 | %70.8 | %12.0 |
| 1984 | %21.0 | %67.0 | %12.0 |
| 1985 | %15.0 | %69.0 | %16.0 |
| 1986 | %19.0 | %58.0 | %23.0 |
| 1987 | %13.0 | %69.0 | %18.0 |
| 1988 | %12.5 | %67.5 | %20.0 |

Kaynak: Paul A. Gompers, "The Rise and Fall of Venture Capital", **Business and Economic History**,

Tablo 48. Risk Sermayesinin A.B.D.’de 1988-1998 Yılları Arasındaki Büyümesi

| Yıl | Taahhüt Edilen Fon Miktarı (Milyar\$) | Risk Sermayesi Toplam Miktarı (Milyar\$) | Hisse Alım Sayısı | Hisse Alım Miktarı (Milyon\$) |
|------|---------------------------------------|--|-------------------|-------------------------------|
| 1998 | 24,3 | 16,0 | 3.470 | 4,62 |
| 1997 | 13,1 | 10,0 | 3.279 | 4,00 |
| 1996 | 9,9 | 7,5 | 2.675 | 3,70 |
| 1995 | 6,0 | 4,4 | 1.900 | 3,16 |
| 1994 | 5,6 | 3,8 | 1.800 | 3,11 |
| 1993 | 5,7 | 2,5 | 1.700 | 3,35 |
| 1992 | 5,6 | 2,5 | 2.000 | 2,80 |
| 1991 | 3,0 | 1,3 | 1.600 | 1,88 |
| 1990 | 4,0 | 1,8 | 1.900 | 2,11 |
| 1989 | 5,9 | 2,4 | 2.200 | 2,68 |
| 1988 | 5,9 | 2,9 | 2.000 | 2,95 |

Kaynak: MIT Entrepreneurship Center, “Venture Support Systems Project:Angel Investors”, MIT Entrepreneurship Center, 2000, s.8.

Tablo 49. 2000-2010 Yılları A.B.D. Risk Sermayesi ve Melek Yatırımları

| Yıl | Risk Sermayesi | | Melek Yatırım | |
|------|--------------------------|--------------------|--------------------------|--------------------|
| | Toplam Yatırım Milyar \$ | Toplam Alım Sayısı | Toplam Yatırım Milyon \$ | Toplam Alım Sayısı |
| 1995 | 7,3 | 1.565 | - | - |
| 2000 | 99,2 | 6.420 | 40 | - |
| 2001 | 38 | 3.845 | 30 | 50.000 |
| 2002 | 20,9 | 2.688 | 15,7 | 36.000 |
| 2003 | 18,9 | 2.486 | 18,1 | 42.000 |
| 2004 | 21,8 | 2.655 | 22,5 | 48.000 |
| 2005 | 22,7 | 2.752 | 23,1 | 49.500 |
| 2006 | 26,3 | 3.152 | 25,6 | 51.000 |
| 2007 | 30,4 | 3.383 | 26 | 57.120 |
| 2008 | 28,7 | 3.398 | 19,2 | 55.480 |
| 2009 | 19,5 | 2.554 | 17,6 | 57.225 |
| 2010 | 23,3 | 2.863 | 20,1 | 61.900 |

Kaynak: Jeffrey E. Sohl, CVR, 2000-2010; NVCA Yearbook, “Angel Investors-Critical Initiators of Start-Ups and Job Creation”, ACA, 2011, s.5.

Tablo 53’de 2000-2010 yılları arasındaki A.B.D. risk sermayesi ve melek yatırımları karşılaştırılmıştır.2000 yılı sonundan itibaren başlayan kriz dolayısıyla 99,2 milyar \$’a

fırlayan risk sermayesi yatırımları, kriz sonrası hızlı düşüşle 38 milyar \$'a geriledi. Melek sermayesindeki düşüş ise bu kadar fazla olmasa da 40 milyon \$'dan 30 milyon dolara düşmüştür. Bu düşüş 2007 yılından sonra gelen 2008 krizinden daha az etkilenmiştir. Ancak her iki sermaye piyasası da 2000 öncesi duruma gelmekten çok uzaktır. NVCA/Thomson Reuters,(2011) verilerine göre, dünyadaki toplam risk sermayesi pazarının %71'ini A.B.D. %15'ini Avrupa, %7'sini Çin, %3'ünü İsrail, %2,4'ünü Hindistan, %1,6'sını Kanada oluşturmaktadır.

2. MELEK YATIRIMCI VE MELEK YATIRIMCILIK

Melek yatırımcı için birbirinden farklı birçok tarif yapılmıştır. İş meleklerinin konvansiyonel tarifine göre “Ekonomik kazan sağlamak ümidi ile borsada hisse senedi olmayan ve aile ilişkisi bulunmayan bir firmada kendi parasını ve aynı zamanda tecrübe ve zamanını da doğrudan yatıran yüksek net gelire sahip kişilerdir” şeklinde ifade edilmektedir. Diğer bir tarifi ise ”Melek yatırımcı, kendi başına veya formal veya informal grupta hareket eden aile ilişkisi olmayan bir işe direk olarak kendi parasını yatıran bir kişidir” şeklindedir. Yatırım yaptığı firmada aktif rol alabilir. Örneğin, danışman veya yönetim kurulu üyeliği yapabilir.

Melek yatırımcılar genellikle geçmişte başarılı kariyere sahiptirler, fakat yaşlılık veya başka sebeplerle kendilerini tamamen işe adayamazlar. Fakat akılları hala işte veya para kazanmakta olan kişilerdir. Bu duruşları onları hala risk almaktan, zorluklara karşı savaşmaktan onları alıkoyamaz. Diğer taraftan bilgi ve deneyimlerini genç girişimcilerle paylaşarak, görünmeyen yönetici gibi de davranırlar.

Melek yatırımcıların yatırım yaptıkları ortamlar:

- Başlangıç evresindeki öz sermaye boşluğunu doldururlar,
- Risk sermayesinin aktif olmadığı evredeki şirketlere yatırım yaparlar,
- Entegre finans araçları zincirinde bir halkayı oluştururlar,
- Bölgedeki girişimcilik kültürüne katkıda bulunurlar,
- Bir bölgedeki (yaşadıkları bölgelerde) varolan yatırım sermayesine kümelenirler.

Bir melek yatırımcı ve girişimci arasındaki ilişkiler ve sorumluluklar karmaşıklık gösterebilir. Melek yatırımcı eğer firmanın gelişip büyümesini kendi emeği olarak görmekten gurur duyan bir tip ise gereğinden daha uzun bir süre kalıp, para kazanmayı ikinci planda tutabilir. Bu durum girişimci için de fırsat olabileceği gibi engel de oluşturabilir. Girişimciye fırsat tanımayıp yönetimde söz sahibi olmaya çalışabilir. Ancak asıl amacı para kazanmak olan melek yatırımcı için bu durum tam tersidir. Bu yüzden melek yatırımcı tiplerini ve davranış özelliklerini iyi anlamak girişimci açısından önemlidir.

Melek yatırımcıların demografik yapısı, yönelim, davranış ve karakteristik özelliklerinin belirlenmesi melek yatırım pazarının dinamiklerinin daha yakından incelenmesi için sistematik bir yapı oluşturmak açısından önemlidir. Örneğin, ekonomik açıdan gizli melekleri aktif yatırımcıya dönüştürmek ve aktif meleklerin kullanılabilir sermayelerini daha fazla yatırıma yönlendirebilmek, girişimciye meleği yatırıma ikna etme kolaylığı sağlamak gibi.

2.1.Melek Yatırımcının Demografik Yapısı

1980’li yıllara kadar Amerika’daki KOBİ’lerin finansmanında risk sermayedarlarının önemli rolü olduğu zannediliyordu. Ancak küçük işletmelerin sermaye bulmalarında zorlukların oluşmasıyla ortaya çıkan finans açığının yapılan araştırmalarla melek yatırımcılar tarafından informal olarak doldurulduğu anlaşıldı. Amerika’ daki küçük ve teknoloji odaklı firmaların ekonomi ve istihdama katkılarının desteklenmesi için gelecek 5 yıl içinde kullanılmak üzere 1 milyar \$ finansman ayrıldı. İnformal risk sermayesi ve melekleri araştıran ilk kişi New Hampshire Üniversitesinden William E. Wetzel Jr. olmuştur.¹²¹

İnformal melek yatırımcılar hakkında değişik ülkelerde yapılan ilk çalışmalar yatırımcı karakteristikleri ve yatırım aktiviteleri ile ilgilidir. Bütün bu çalışmalardan elde edilen sonuçlara göre melek yatırımcıların ortak noktası olarak, tipik bir melek yatırımcının orta yaşlı yüksek gelire sahip girişimcilik deneyimli ve çoğunlukla erkek olmalarıdır. Yatırıma yönelmeyi etkileyen temel davranışlarının ise ekonomik veya sosyopsikolojik faktörler olduğu belirtilmiştir. Emek vererek elde ettikleri birikimlerini bu kadar riskli bir işe yatırmada etkin olan teorik açıklamalara göre yeni yatırımların büyümesini gerçekleştirmedeki girişimcilik niyeti ve karar almada kendi kendine yeterlilik ve davranış kontrolü mekanizmalarını içeren planlı davranış teorisini uyguladıkları(girişimcilik ve yöneticilik deneyimleri) anlaşılmıştır.

- Cinsiyet: İngiltere ve Avustralya’ da %99, Norveç, Japonya ve Almanya’ da %97, Amerika’da %95, Singapur’da %90 ve Kanada’da %85 olmak üzere melek yatırımcıların hemen hepsi erkektir. Çok az bir miktarı büyük şirketlerde üst

¹²¹ William E. Jr. Wetzel, “Angels and Informal Risk Capital”, **M.I.T.Sloan School of Management**, 1983, s.23-34

düzy pozisyonlarda çalışmış olan bayan girişimcilerdir.

- Yaş: Avustralya 40, Amerika 42-47, Norveç 47, İngiltere 53, İsveç 54, Japonya 60, Finlandiya 40-60 yaş arasında olmak üzere melek yatırımcı ortalama yaşı 40-60 arasındadır. Çok yaşlı ve çok gençlerde riskli yatırım yapmaya eğilim orta yaş grubuna göre azalmaktadır. Ters U şeklinde bir ilişki göstermektedir.
- Eğitim: Amerika' da %82'si en az lise, Kanada' da %30'u üniversite %39' u doktora, İngiltere' de %75' i üniversite fakat %20' si üniversiteye girmiş mezun olmamış, Finlandiya' da %56'sı yüksek lisans %8' i doktora seviyesindedir.
- İş alanları: Her ülkeye göre yoğun iş kolları farklı olduğundan melek yatırımcılar çok değişik iş alanlarından gelmektedirler. Örneğin, İngiltere'de %25'i finans, %20'si makine teçhizat, %55'i ilaç ve biyoteknoloji dallarından gelmektedir.
- İş tecrübesi: Norveç'te %38, Japonya' da %48, İngiltere' de %49 olmak üzere yatırımcıların çoğu önceden şirket sahibi olan kişilerdir. Norveç'te %46'sı, İsveç'te %46'sı, İngiltere' de ise %67'si şirket kurma tecrübesine sahip kişilerdir.
- Zengin kişiler: zengin olmak, melek yatırımcı olmanın en önemli şartlarının başında gelir. İngiltere' de melek yatırımcı her bir yatırımı için 10.000£ veya daha fazla yatırır. Genellikle portföyünde 2-5 yatırımı vardır. İngiltere'deki melek yatırımcıların %19' u milyonerdir. Amerika' da ise her 3 melek yatırımcıdan 1'i milyonerdir. Borsada kote olmamış şirketlere yatırım yaptıklarından servetinin %5-15'ini bu işe için yatırır. Eğer yatırım zarar ederse bu onların hayat standardını etkilemez.

Meleklerin yatırımcılıkla ilgili çalışmalarında yeni işleri başlatma yetenekleri, karşılarına çıkan fırsatları değerlendirmeleri, girişimcileri şahsen tanımaları, riskleri kontrol etmeye istekli olmaları, iyi bir eğitime sahip olmaları, gelir düzeylerinin pozitif yönde, cinsiyetleri bayan için negatif, yaşları için ters U şeklinde, başarısızlık korkusu için ise negatif yönde olduğu tespit edilmiştir. Meleklerin yatırım eğilimlerini etkileyen faktörlerden gelir, yaş ve eğitimin öneminden çok görüş, tecrübe ve yetenek daha çok ön plandadır.¹²²

¹²² Maula Markku, Autio Erko ve Arenius Pia, "What Drives Micro-Angel Investments?", **Small Business Economics**, Springer Dergisi, 2005, C. 25, s.459-475

2.2.Melek Yatırımcı Tipleri

Melek yatırımcıların tipleri konusunda yapılan çalışmalarda birçok sayıda tiplere ayrılırlar. Gaston(1989)¹²³ 10 tip, Benjamin&Margulis(2000)¹²⁴ 9 tip, Mason(2007)¹²⁵ 3 tip iş meleği sayar. Bunlardan en çok sayılan tipler:

- Aktif melekler: Devamlı yatırım yapacak işler ararlar ve yatırımcılıkta tecrübe sahibidirler.
- Gizli melekler: pasif yatırımcılardır. Yatırımcılıkta tecrübeleri vardır ancak, son yıllarda pek yatırım yapmamışlardır. Yani bir yatırımdan diğerine koşmazlar.
- Bakir melekler: Bunlar ise yatırım yapmak isteyen ve arayan ancak henüz ilk yatırımını yapmamış kişilerdir.

Coveney&Moore(1998)¹²⁶ 3 tip iş meleği tanımlar. Girişimci melekler, gelir temin etmek isteyen melekler ve zenginliklerini arttırmak isteyen melekler.

Sorheim&Landström (2001)¹²⁷ Norveç'teki yatırımcıları 4 tip olarak belirlemiştir. Bunlar:

- Lotto melekleri: Girişimcilik ve idarecilik deneyimleri çok sınırlı olan bu yatırımcılar çok az gelir elde edecekleri işlere çok az miktarda yatırımlar yaparlar. Ağlardan bilgi almayı sadece medyadan aldıkları bilgilere göre davranırlar.
- Ticari melekler: 3 yılda ortalama 4,5 yatırım yapan, aktif yatırımcılardır. Piyasada pek bilinmeyen şirketlere yatırım yaparlar ve 3 yıl içinde çıkarlar.
- Analizci melekler: Oldukça iyi girişimcilik ve yöneticilik deneyimine sahip kişilerdir. Haber kaynakları arkadaş ve iş çevreleridir. Düşük kapasitede yatırım aktivitesi gösterirler. Servetlerinin çok küçük bir kısmını yatırırlar.
- Gerçek melek yatırımcılar: yüksek yatırım aktivitesine sahip, 3 yıllık bir dilimde ortalama 7,3 yatırım gerçekleştirirler. Yüksek yöneticilik ve girişimcilik tecrübesine sahiptirler. Şahsi ve iş çevresi ağları haber kaynaklarıdır. Medya

¹²³ R.J. Gaston, "Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide", N.Y. Wiley, 1989, s. 14-27, 44-78

¹²⁴ G.A. Benjamin ve J.B. Margulis, "Angel Financing: How to Find and Invest in Private Equity", John Wiley and Sons, 2000, ss.32-33,

¹²⁵ Mason, a.g.e., ss.259-299

¹²⁶ Patrick Coveney ve Karl Moore, **Business Angels: Securing Start Up Finance**, 1998, ss.1-244

¹²⁷ R. Sorheim ve H. Landström, "Informal investors: a categorization, with policy implications", **Entrepreneurship & Regional Development** 13, 2001, ss.351-370.

bilgisini nadiren kullanırlar. Yatırım yaptıkları şirketlerde yöneticilik veya kurul üyeliği gibi aktif rol oynarlar.

Benjamin&Margulis (2000)¹²⁸ 9 tip iş meleği tanımlar; değer katan yatırımcılar, derin cep yatırımcıları, şahsi yatırımcıların konsorsiyumu, partner yatırımcılar, yatırımcı ailesi, barter(mal mukabili) yatırımcısı, sosyal sorumlu özel yatırımcılar, akredite olmamış özel yatırımcılar ve yönetici yatırımcılar.

Bütün bunlardan anlaşılacağı gibi kullanılan kriterler ve metodlara göre melek yatırımcılar birçok şekilde kategorize edilirler. Girişimciler açısından, yatırımcının tipini iyi bilmek küçük ve yeni girişimlerine iyi bir melek yatırımcı seçmek için önemlidir.

Yüksek net gelire sahip kişileri melek yatırımcı olmaya iten ekonomik olmayan faktörler, girişimcilik ruhuna sahip ve önceden girişimcilikle başlayıp zengin olmuş kişiler başlangıç evresi yatırımlarına tam zamanlı katılmadan da kendilerini bir şekilde işin içinde tutmayı amaçlayarak yatırım yaparlar. Parasal olarak da iyi bir getiri alacaklarını gözardı etmezler. Ancak ekonomik olmayan sebepleri de vardır. Bunlar:

- Aldığını geri verme tutkusu,
- Başlangıç evrelerine işin içine tamamen girmeden katılmak,
- Eğlence, tutku ve taahhüt,
- Melek ağlarından faydalanma,
- Teknoloji ve piyasadan haberdar olmak,
- Entelektüel kanalları açık tutmak,
- Sosyal fayda yaratma,
- Zamanını kontrol etme.

Mary Kay Sullivan&Alex Miller(1996)¹²⁹ çalışmasında melekleri 3 tipte karşılaştırmıştır.

- Ekonomik Melek: Bu tip melek yatırımcılar büyük ekonomik kazanç peşindedirler. Özellikle firma halk tarafından tanınmaya başlarsa % getirisini iyi vermek gerekir. Bu tipler yatırımın getirisini iyi açıklayan bilgi sunulmasını isterler.
- Hedonistik Melek: Riskli yatırımlardan heyecan duyan meleklerdir. Girişimcinin

¹²⁸ Benjamin ve Margulis, **a.g.e.**, s.141-176

¹²⁹ Mary Kay Sullivan ve Alex Miller, "Segmenting The Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic, And Altruistic Investors", **Journal of Business Research**, 1996, ss.25-35

konseptinin değerli olduğuna inanır ve yeni fikirlerini pazarlamaya yardım etmeyi ister. Bu tiplerden yatırım bekleyen girişimciler, iyi hazırlanmış bir iş planı ve ikna edici nokta atışları yapmalıdırlar.

- Altruistic Melek: Genç firmalara, iş geliştirme ve büyütme de birlikte çalışmaktan, yardım etmekten zevk duyarlar.

2.3.Melek Yatırımcının Karakteristik Özellikleri

Tablo 50. Melek Yatırımcılar ve Risk Sermayedarlarının Yatırımcı Karakteristikleri

| | Melek Yatırımcı | Risk Sermayedarı |
|---|--|--|
| Fon Kaynağı | Kendi parası | Yatırımcılar |
| Yıllık Yatırım Sayısı | 2 yılda bir alım yapar | Yılda 5-10 alım yapar |
| Her Bir Şirket İçin Yatırdıkları Miktar | 25-250,000 \$; (50-75,000 \$ortalama) | 1-10 milyon \$; (ortalama 4 milyon \$) |
| Girişim Evresi | Başlangıç, erken evre | Genişleme veya geç evre |
| Coğrafik Yakınlık | Genelde evinden 1-2 saat uzaklıkta | Bazen bölgesel, çoğu kez ülkenin her yerinde |
| Endüstri Seçimi | Fazla seçmez, ama bildiği bir endüstriyi tercih eder | Sıklıkla 1-2 spesifik endüstriye yatırım yapar |
| Teklif Kaynağı | Diğer melekler, arkadaşlar, iş ilişkileri | Teklifler sunulur, diğer risk sermayedarları ile istişare edilir |
| Karar Verici | Kişisel, tecrübeli girişimci, kendisi, 50 yaşlarındadırlar | Profesyonel, yöneticiler, ve komiteler, 40 dan yaşlıdırlar |
| Analiz/İş Değerlendirmesi | Minimal, kurumsal değil, ,sübjektif, hükmi karar verir | Yoğun, yasal, analitik, müracaat formları vardır |
| Yatırım Yapısı | Basit, adi sermaye hissesi | Karmaşık, konvertibl, tercihli sermaye hissesi |
| İşe Katılma | Eli üstündedir | Stratejik, yönetim kurulu üyesi |
| Yatırım Süresi/Horizon | Uzundur, 5 yıl veya daha fazla | Daha kısa. 3-5 yıl |
| Çıkış Stratejisi | Az önemli, uzun zamanlı yatırım, satış veya devralma | Önemli, halka arz veya şirket satışı |
| Yatırım Getirisi Tahminleri | 20-30% ancak önceden tayin edilmiş bir getiri oranı yoktur | Tahmini 30-50% getiri oranı ister |

Kaynak: M. Van Osnabrugge ve R.J. Robinson, “Angel Investing: Matching Start-up Funs with Start-up Companies”, **San Francisco:Jossey Bass**, 2000, ss.106-111, G.A. Benjamin ve J.B. Margulis, “Angel Financing: How to Find and Invest in Private Equity”, **John Wiley and Sons**, 2000, ss.32-33, B.E. Hill ve D. Power, “Attracting Capital from Angels”, **John Wiley & Sons**, 2002, ss. 24-26, 61-67, 249, R.J. Gaston, “Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide”, **N.Y. Wiley**, 1989, ss. 14-27, 44-78, J. Freear, J.E. Sohl ve W.E.Jr. Wetzel, “Angels: Personal Invetors in the Venture Capital Market”, **Entrepreneurship and Regional Development**, 1995, ss.85-94.

2.4. Melek Yatımcının Operasyonel Özellikleri

Melek yatımcının faaliyetlerini yatırım öncesi ve yatırım sonrası olarak ikiye ayırabiliriz. Yatırım öncesi faaliyetlerinin en önemlisi yatırıma karar verme ve anlaşmaya kadar geçen sürede yaptığı proje seçimi, iş değerlendirmesi, yatırım değerlemesi ve risk analizleri, müzakere ve anlaşma yapma gibi işlemleri içerir. Yatırım sonrası faaliyetleri ise önceki deneyim ve bilgisini kullanarak, şirketin gelişip büyümesi için verdiği, mentorluk, koçluk, izleme ve sosyal ilişkileri geliştirmek gibi yatırımının değerini artıracak, ek danışmanlık hizmetlerdir.

2.4.1. Yatırım öncesi faaliyetler

Yatırım öncesi faaliyetler proje seçimi, iş değerlendirmesi analizleri, yatırım değerlemesi, anlaşma şartlarını ve yasal şartları düzenleme, müzakere(pazarlık) ve teklifin kapanması aşamalarını içerir. Bu kısımda anlaşma şartları ve yasal düzenlemeler ile müzakere aşamalarından çok yatırıma karar vermede etkin olan iş değerlendirmesi ve yatırım değerlemesi konularına çok geniş yer verilmiştir. Diğer iki konu tamamıyla melek ile girişimci arasındaki anlaşmaya bağlı olup her yatırımcı için aynı şartları kapsamayacağı için sadece temel içerikleri açıklanmıştır.

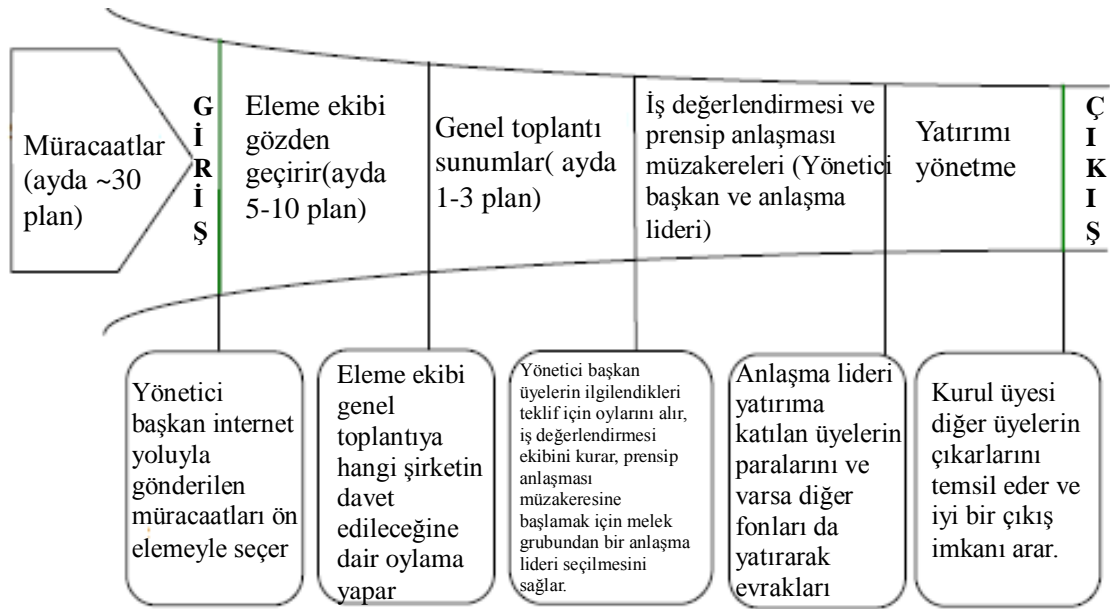
2.4.1.1. Proje seçimi ve yatırıma karar verme süreci

Bireysel melek yatırımcılar yatırım yapacakları projeleri, kendi çabaları, iş ve arkadaş çevresinden veya ağlar yoluyla bulurlar. Bir organizasyon içinde yer alan melekler ise üye oldukları grup veya sendikanın ağlarına gelen girişimci tekliflerinden bulurlar. Her ikisi de yatırım tekliflerini aynı sıralama ile işleme koyarak incelerler. Ancak kişisel melek sonunda yatırım kararını kendisi vererek direk yatırım yapar. Organize melekler ise grup içindeki evet/hayır oylamasındaki oy çokluğu ile yatırıma karar vermiş olur. Tabii sonuç her zaman kendi istediği yönde olmayabilir.

Melekler sunulan her 10 yatırımdan genellikle ortalama 3 tanesini incelemeye almayı kabul ederler. Bir projenin reddedilmesinde en çok karşılaşılan sebepler, yetersiz büyüme potansiyeli, ihtiyaçtan fazla sermaye istenmesi, yönetimin yeterli beceriye sahip olmaması, girişimci veya anahtar roldeki kişi hakkında yeterli bilgi olmaması veya olumsuz bilgi edinilmesidir.

Melekler bir başlangıç evresi yatırımı yaparken şu ilk on kriteri göz önünde bulundururlar;¹³⁰

- Girişimcinin hırsı ve coşkusu
- Girişimcinin güven verici olup olmadığı,
- İlk karşılaşmada yatırımcının girişimciden hoşlanması(ilk intiba),
- Girişimcinin deneyimi,
- Girişimcinin geçmiş kaydı,
- Ürünün kalitesi,
- Ürünün satış potansiyeline sahip olması,
- Ürünün pazardaki yeri,
- Pazarın büyüme potansiyeli,
- Yatırımcı için finansal mükafatı algılama şekli.



Şekil 22. Tipik Bir Melek Grubunun Yatırım İşlemleri

Kaynak: David Verrill ve Marianne Hudson, “Angel Investors – Critical Initiators of Startups and Job Creation”, ACA, 2013, s.16.

Bir melek grubunun yatırım süreci Şekil 19’da gösterilmiştir. Girişimciler tipik olarak gruba müracaatlarını ağ yönetimine yaparak işe başlarlar. Müracaat formuna iş planlarının veya yönetici özetinin bir kopyasını eklerler. Bazı ağ (veya grup) yöneticileri projenin anlatılmasını veya üyelere biri tarafından tavsiye edilmesini isteyebilir.

¹³⁰ Verrill ve Hudson, a.g.e., ss.1-47

Projeler, önce melek grubu üyeleri ile birlikte veya alan uzmanları ile bazı üyeler tarafından seçilerek ayrılır.

İkinci aşamada, girişimci küçük bir tanıtım için çağrılır ve kısa sunumu takiben soru/cevap bölümüne geçilir. Seçilme şansı olan firmalar(hafta içi kahvaltısı veya akşam yemeğine) aylık toplantılara çağrılır. Yatırımcı toplantısında en çok ilgi çeken firmaların projeleri yatırım için ilgilenen grup üyeleri ile detaylı bir değerlendirmeye alınır. Buradan çıkan sonuca göre melekler, sunumdan 3-6 ay sonrasında yatırım yaparlar. Genellikle aynı teklife katılan bireysel meleklerle bütün melek grubu üyeleri aynı şartlarda yatırıma girerler. Sendikalardaki gruplar fonlamayı aralarından seçtikleri bir grup yöneticisi aracılığıyla önceden oluşturdukları bir havuzdan aldıkları fonlarla yatırım yaparlar. Yatırım öncesi işlemlerinde en önemli konu İş değerlendirmesi ve bilhassa yatırımın değerlemesidir.

2.4.1.2.Meleklerin yatırım kriterleri

Melek yatırımcıların yatırım fırsatlarını değerlendirmelerindeki ilk adım kendi yatırım kriterlerine uygun olup olmadığına karar vermektir. Bunun için de işin evlerine yakın bir bölgede olması, işin doğasına ait bilgi ve tecrübelerinin olması(teknoloji, pazar koşulları), girişimin değerini artırmak için verebilecekleri yardımların neler olabileceği, istenen sermayenin kendileri için uygunluğu gibi ilk değerlendirmeleri yaparak, projenin daha detaylı incelenmesine harcayacakları çaba ve zamana değer olup olmadığına karar verirler. Bu aşamada pazar ve girişimci ön plandadır. Ürün/Hizmet ve finansal faktörler daha az öneme sahiptir. Bu aşama projenin seçimi aşamasıdır. Bazı melekler eğer yönetici ekip kaliteliyse, yatırımın yaşadıkları yere uzak olmasına rağmen bu kriteri dikkate almazlar fakat diğer bir melek evine yakın olmasına daha fazla önem verebilir. Girişimcinin vereceği sunumun kalitesi de teklifin incelemeye değer olup olmadığına çok etkin rol oynar.¹³¹

Tablo 47’de A.B.D. ve İngiltere meleklerinin yatırım kriterleri karşılaştırılmıştır. A.B.D. melekleriyle yapılan bu çalışmada Van Osnabrugge’un İngiltere melekleri için yaptığı çalışmasındaki kriterler kullanılmıştır. Genellikle girişimci aynı zamanda yöneticidir.

¹³¹ Colin M. Mason, “Informal Sources of Venture Finance”, **Hunter Centre for Entrepreneurship University of Strathclyde Glasgow**, 2005, s.3-40

Yönetici ekibi olarak değerlendirdiğinde, girişimciye ait kriterlerin ilk üst sıralamada yer aldığı görülmektedir. En fazla göze çarpan farklılık A.B.D meleklerinin potansiyel çıkış yollarını ilk üst sırada ve girişimciyle ilk görüşmede edinilen algı seçeneğini en son sıralarda değerlendirmeleri, İngiltere meleklerinin ise bunun tam tersi değerlendirmesidir. Ayrıca A.B.D. meleklerinin yatırım sonrası verebilecek hizmetleri içeren ve pazar boşluğu gibi değerlendirmelerinin gene en alt sıralarda yer alması bu ankete katılan meleklerin büyük bir ihtimalle para akışı sonrası ve pazara açılmış bir şirkete yatırım yapan formal risk sermayesi veya sendikasyonla yatırım yapan melekler olduğu izlenimini vermektedir.¹³²

¹³² Richard Sudek, “Angel Investment Criteria”, *Journal of Small Business Strategy*, 2006, s.91-101

Tablo 51. A.B.D. ve İngiltere Meleklerinin Yatırım Kriterleri

| Yatırım Kriterleri | <u>Sıralama</u> İngiltere melekleri | <u>Sıralama</u> A.B.D. melekleri |
|---|--|-------------------------------------|
| Girişimcinin tutkusu | 1 | 3 |
| Girişici güvenilirliği | 2 | 1 |
| Ürünün satış potansiyeli | 3 | 5 |
| Girişimci tecrübesi | 4 | 6 |
| Yatırımcının girişimci için ilk algısı | 5 | 14 |
| Pazarın büyüme potansiyeli | 6 | 7 |
| Ürünün kalitesi | 7 | - |
| Yatırımcı için finansal ödül algısı | 8 | - |
| Pazar boşluğu | 9 | 20 |
| Girişimcinin geçmişi | 10 | 12 |
| Tahmini getiri oranı | 11 | 8 |
| Ürünün resmi rekabet korumasının olmayışı | 12 | - |
| Yatırımcının yeteneklerinden istifade olasılığı | 13 | 25 |
| İşteki boşlukları yatırımcının gücüyle doldurma | 14 | 24 |
| İşin kazanç marjının yüksekliği | 15 | 11 |
| Düşük masraflar | 16 | - |
| Rekabet şekli | 17 | 13 |
| Tekrar fon almadan başabaş duruma gelme yeteneği | 18 | 22 |
| Düşük başlangıç sermayesi masrafları gerekliliği (varlıklar için) | 19 | 23 |
| Yatırımın büyüklüğü | 20 | 21 |
| Ürünün pazardaki rekabetçi korumasının olması | 21 | 10 |
| İlk pazarlama testi maliyetinin düşük olması | 22 | - |
| Girişimin yerel olması | 23 | - |
| Yatırımcının iş veya endüstriden anlaması | 24 | 16 |
| Likidite için potansiyel çıkış yolları | 25 | 4 |
| Ortak Yatırımcıların bulunması | 26 | 18 |
| Ürünün patentinin olması | 27 | 15 |

Kaynak: Richard Sudek, “Angel Investment Criteria”, **Journal of Small Business Strategy**, 2006, ss.92-98

Girişimcinin verdiği tahmini bilgiler yatırımcının proje seçimi ve değerlendirmesini etkiler. Hatta projeye biraz da çekicilik kazandırır. Yatırımcının proje değerlendirmesi ve yatırıma karar verme aşamalarında girişimcilik ve yatırımcılık tecrübesi ön tahmini olan ve olmayan bilgilerin kullanımına ilişkin önemli bir rol oynar. Ön tahmin içeren maddeler ileriye yönelik değerlendirmelerdir. Ancak bunlar yatırım prosesinin başlangıcında (proje seçiminde) önemli olduğu izlenimini verse de karar verme aşamasında önemini kaybeder. Girişimcilik geçmişi daha fazla olan melekler, girişimcilerin verdiği ön tahminlere pek fazla önem vermezler. Bunun yerine, liderlik, ilişkiler ve içinde buldukları pazarı etkileme yeteneklerinin ön tahmini olmayan bileşenlerine yoğunlaşırlar. Ön tahmin içermeyen maddeler ise kontrol mekanizmasına yöneliktir. Melek yatırımcının ön tahmin ve kontrol mekanizması kullanma yetenekleri, yatırım kriterleri üzerinde etkili bir mekanizma oluşturur. Girişimin değerlendirmesinde birini diğerine tercih etmedeki aşama, ön tahmin faktörlerinin daha çok kullanıldığı proje seçimi aşamasında girişimcilik tecrübesinin ve ön tahmini olmayan bilgilerin daha çok kullanıldığı yatırıma karar verme aşamasında ise kontrol mekanizmasının ve yatırımcılık tecrübesinin önemli olduğu açıklanmıştır.¹³³ Bu çalışmanın sonuçlarına göre, girişimcilik tecrübesi daha iyi olan melekleri grup çalışmalarında proje önseçiminde, yatırımcılık tecrübesi olan melekleri ise daha çok yatırım değerlemedeki ekiplere seçmek uygun olacaktır. Ayrıca yatırım kriterlerinin oluşturulmasında mutlaka yatırımcıya ait girişimcilik ve yatırımcılık tecrübesinin de sorularak, buna göre kriterlerindeki farklılıkların neler olduğunun, proje seçimini ve yatırıma karar vermeyi ne yönde etkilediğinin ve hatta yatırım sonuçlarının araştırılması yeni bir konu olabilir. Girişimci açısından ise sunumlar ve yatırımcı toplantılarında meleklerin bu iki mekanizmayı nasıl kullanacaklarını bilmek, onları yatırıma ikna etmeye yönelik yeteneklerini geliştirmek için önemli olacaktır.

2.4.1.3. Yatırım risklerinin finanse edilebilirliğinin değerlendirilmesi

Yatırım kararının verilmesinde en basit kural olan, fiyat/kazanç ilişkisinden yola çıkılırsa, belli bir yatırım süresi içinde elde edilmek istenen karın ilk yatırılan sermayeye oranıdır. Bu oran yatırımcının beklediği karlılık oranından büyük ise yatırıma karar verilir. Birçok projeden seçim yapıldığında kabaca bu orandan

¹³³ Robert Wiltbank, Stuart Read, Nicholas Dew ve Saras D. Saravasty, "Prediction And Control Under Uncertainty: Outcomes In Angel Investing", *Journal of Business Venturing*, 2009, s.116-133.

yararlanılabilir. Yatırımın geri dönüş süresi ise, konulan sermayenin yatırımdan beklenen yıllık net gelire oranıdır. Bu süre yatırımcının istediği süreden daha kısa ise yatırım kabul edilebilir. Bir üçüncü karşılaştırma ise iç getiri oranı ile yapılabilir.

Melek yatırımcılıkta pek rastlanmasa da bazen ara ödemeler yapılabilir. Her ne kadar burada örneği verilmese de, nakit akışına geçildiğinde anlaşmada ara ödemeler yapılması şartı konmuşsa, hesaplamalarda iskonto oranı (yıllık iç getiri oranı) da mutlaka dikkate alınmalıdır. Melek yatırımcılıkta veya formal risk sermayesi yatırımındaki değerlemeler için kullanılan yöntemler ve matematiksel hesaplamalar ile değerlemelerde dikkate alınması gereken ve anlaşmalarda yazılacak bilgilerin detaylı açıklamalarını yapmak mümkün olmayacağı için sadece ana hatları ve önemli yerlerine değinilecektir.

Yeni kurulan şirketlerin yaşama şansı çok düşük olduğu için girişimci ne kadar parlak gelecek vadeden bilgilerden bahsetse de yatırımcıyı ilk önce şirketinin ilk 18 ayına kadar yaşayacağına ikna etmesi gerekir. Çekirdek evresi ve başlangıç yatırımlarında girişimin bazı risk faktörleri göz önüne alınarak, para akışı öncesi (yatırıma karar verme) değerlendirmesi yapılır. Eksik bilgilendirme, hızlı değişen ekonomik ortam koşulları, denenmemiş bir yönetim, bilinmeyen pazar koşulları, yeni ve bilinmeyen bir teknoloji kullanılması ve hatta girişimci ile yatırımcının farklı müzakere yeteneklerinin olması gibi faktörler değerlemedeki hesaplamaları etkileyebilir. Bir girişimin yatırım değerlendirmesi hesaplanırken benzer iş kolundaki diğer girişimlerin geçmiş kayıtları incelenerek, bu konuda tecrübeli olan diğer meleklerden fikir danışılarak veya tecrübeli bir portföy yöneticisinden danışmanlık alınarak bir ön tahminde bulunmak gerekir. Ancak tecrübeli bir yatırımcı kendi yatırımıyla ilgili riskleri iyi inceleyerek karar vermelidir.

2.4.2. Yatırım değerlemesinde kullanılan yöntemler (nakit akışı öncesi değerlemeleri)

Erken evre yatırımları nakit akışı öncesi yatırımlar olduğundan, değerlemesinde kesin bir bilimsel yöntem yoktur. Bilinen değerlendirme yöntemlerinin adaptasyonu ile denenmiş bazı yöntemler uygulanır. Kullanılacak gerçek nakit akışı değerlerine ait veriler olmadığından değerlemeler subjektif verilerle yapılır. Her şey istenilen kazanç, istenilen yatırım süresine bağlı olarak tahminen belirtilen değerler üzerinden hesaplanır.

Yatırımın yapılacağı yıl içerisindeki veya yakın yıllardaki benzer yatırımların değerlemelerine ait verilerden yararlanılarak hesaplamalar da yapılabilir. Çekirdek ve başlangıç evresi yatırımlarında risk sermayesi yöntemi, scorecard yöntemi, Dave Berkus yöntemi ve risk faktörü toplama yöntemi en çok kullanılan yöntemlerdir. Tek bir yöntemin kullanılması yerine birkaç yöntemin kullanılması faydalı olur. Daha çok kazanç çarpanı kullanılan yöntemler tercih edilir ve bunun yanında risk faktörlerini içeren diğer bir yöntemle de desteklenebilir.¹³⁴

A. Risk sermayesi metodu:

Bu metod ilk defa 1987'de Prof.Bill Shalman (Harvard Business School) tarafından bir vaka takdiminde açıklanmış ve daha sonraları yeniden gözden geçirilmiştir. Tek bir yatırım turu için yapılırsa devam eden bir yatırım olmadığı için hisse seyrelme durumu da olmayacaktır.

İstenen getiri oranı = Yatırımın son değeri (satış değeri) / para akışı sonrası değerlendirme

Nakit akışı sonrası değerlendirme = Yatırımın son değeri (satış değeri) / İstenen getiri oranı

Çıkış değeri belli bir noktada firmanın tahmini satış değeridir. Bunu 5-8 yıl gibi bir zaman olarak farzedelim. Yatırım yapılan endüstriye özel, son tarihlere yakın yatırımcı istatistikleri kayıtlarından bakarak tahmini bir değer elde edilebilir. Örneğin bir yazılım firmasının 20 milyon \$ a satıldığını ve vergi sonrası karın %15 veya 3 milyon olduğunu varsayalım. Yazılım şirketleri genelde iki kere satılır. Fiyat/ Kazanç ilişkisinden, son değer 45 milyon \$ olarak bulunur. Bu durumda karı ikiye bölersek son değer 42,5 milyon olur. Wiltbank(2007)¹³⁵ çalışması sonuçlarından yatırımcılar 6 yılda %27 getiri aldıklarına göre hesap yaparsak ve genelde melek yatırımcıların yatırımlarından yarısının kayıp olduğu ve portföylerindeki on yatırımdan birisinin en iyi getiriyi aldığını (yatırdığı sermayeden daha fazlasını getirdiğini) bunun da 20x yani 10x-30x arasında olacağını varsayalım. Firmanın pozitif nakit akışına geçmesi için ihtiyacı olan miktarın ise (yatırılan sermayenin) 500.000\$ olduğunu varsayalım.

Nakit akışı öncesi değerinin hesaplaması şöyle yapılır;

¹³⁴ Bill Payne, "Methods for Valuation of Seed Stage Startup Companies", ACA, 2013, s.1; Mothersill, a.g.e., s.8-17

¹³⁵ Robert Wiltbank ve Warren Boeker. **Return to Angel Investors in Groups**, 2007, ss.1-10

Nakit akışı sonrası değerlendirme = son değeri / beklenen getiri

$$= 42.5 \text{ milyon} / 20x = 2.125 \text{ milyon } \$$$

Nakit akışı öncesi değerlendirmesi = Nakit akışı sonrası değerlendirme – İlk yatırım miktarı

$$= 2.125 - 0,5 = 1.625 \text{ milyon } \$$$

Yatırımcı ikinci bir alım turu istendiğini düşünüyorsa ve hisse seyrelmesi için tahmin ettiği değer %50 ise pre-money valuation 800.000 \$ olur. Eğer %30'luk bir seyrelme düşünüyorsa bu turdaki değeri de yaklaşık 1,1 milyon \$ a düşer. Seyrelme değerlerinin hesabı karmaşıktır. Ancak en basit yaklaşık haliyle tahmini seyrelme oranı kullanılır. Pozitif para akışı öncesi çekirdek/başlangıç firmalarının değerlendirmesinde kazanç çarpanı metodunu kullanmak en iyisi olacaktır.¹³⁶

B. Scorecard metodu;

Girişimci ile melekler arasındaki müzakerelerde elde edilen sonuçlara göre, 2011 yılında başlangıç evresi şirketlerinin nakit akışı öncesi değeri ortalama 1-2 milyon \$ olmuştur. Aktif melekler portföylerini çeşitlendirmek için 10 veya daha fazla şirkete yatırım yaparlar. Genelde bir alım turunda 25.000-100.000 \$ arasında olmak üzere toplamda 250.000-1.000.000\$ yatırım yaparlar. Bu yatırımlarından 5-8 yılda 20-30x bir kazanç çarpanı isterler ve genelde şirketin % 20-40 hissesini satın almışlardır. Bu yatırımlarının %50'si kayıp, 3-4 tanesi 1x-5x, 1 veya 2'si 10x-30x arasında kazanç getirir. Böyle bir portföy melek yatırımcıya % 25 veya daha fazla yıllık getiri verir.¹³⁷

Bu metotta, ilk adım yatırım yapılacak olan şirkete benzer şartlara sahip, son zamanlarda yatırım yapılmış diğer başlangıç şirketlerinin nakit akışı öncesi değerlendirmelerinin karşılaştırılmasıdır. Bu değerlemeler o bölgedeki ekonomi ve rekabetçi ortama göre değişkenlik gösterir, fakat bir iş kolundan diğerine büyük farklılıklar göstermez. Örneğin Kuzey Amerika'daki 2010 yılı yazındaki şirketlerin nakit akışı öncesi değerlemelerine bakıldığında değerlerin ortalama 1,67 milyon \$ ve orta değerlerin ise 1,5 milyon \$ olduğu saptanmıştır. Ancak bu bölgedeki tekliflerin en alt

¹³⁶ Bill Payne, "Startup Valuations: The Venture Capital Method", **Enabling Entrepreneurs**, (Çevrimiçi), <http://billpayne.com/2011/02/05/startup-valuations-the-venture-capital-method.html>, (Erişim

Tarihi: 14.01.2014), s.1

¹³⁷ Wiltbank ve Boeker, **a.g.e.**, s.1-10

değerinin 1,25 milyon \$ ve en üst değerinin 2,7 milyon \$ gibi açık ara farklılıklar göstermesi rekabet ortamının varlığına işaret etmektedir. Bu örnekte orta değer olan 1,5 milyon \$ kullanılacaktır.

İkinci adımda, aşağıdaki faktörleri yatırım yapılacak şirkete göre meleğin değerlendirme skalasındaki hedef şirkete ait verdiği maksimum değerleri alarak hesaplama yapalım. Şirketin pozitif nakit akışına ilk alım turunda geçtiğini (%100) farzedelim. Bir yatırımda yönetici ekibin kalitesinin ve fırsat büyüklüğünün başarıya ve getiriye etkisi çok önemlidir. Bu yüzden değerlendirme skalasında her melek bunu en başa koyar.

Faktörler toplamının(1,0750) x Nakit öncesi değerlendirilmesi (1.5 milyon \$) = Hedef firmanın nakit öncesi değerlendirme miktarı (~1.61 milyon\$) olarak elde edilir.¹³⁸

Tablo 52. Scorecard Metodunda Kullanılan Faktörlerin Değerlendirilmesi

| Karşılaştırma Faktörü | Aralık | Hedef Şirket | Faktör |
|---------------------------------------|--------|--------------|--------|
| Yönetim Ekibinin Gücü | %0-30 | %125 | 0,3750 |
| Fırsat Büyüklüğü | %0-25 | %150 | 0,3750 |
| Ürün/Teknoloji | %0-15 | %100 | 0,1500 |
| Rekabetçi Ortam | %0-10 | %75 | 0,0750 |
| Pazarlama/Satış Kanalları/Ortaklıklar | %0-10 | %80 | 0,0800 |
| Ek Yatırıma İhtiyaç | %0-5 | %100 | 0,0500 |
| Diğer | %0-5 | %100 | 0,0500 |
| Faktörler Toplamı | | | 1,0750 |

Kaynak: Bill Payne, “Scorecard Valuation Methodology: Establishing The Valuation of Pre-Revenue, Start-Up Companies”, (Çevrimiçi), <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.01.2014), s.4

C. Dave Berkus (Benchmarking) Yöntemi;

Dave Berkus yöntemi, nakit öncesi değeri 2,5 milyon \$’ı aşmayan ve 5 yıl içerisinde 20 milyon \$ değerine ulaşma potansiyeline sahip çekirdek/başlangıç şirketlerinin nakit akış öncesi değerlemeleri için kullanılan pratik bir yöntemdir. 1900’lü yılların ortasından beri kullanılmaktadır. Dave Berkus bu yöntemini Richardson, Texas’ta yapılan ACA

¹³⁸ Bill Payne, “Scorecard Valuation Methodology: Establishing The Valuation of Pre-Revenue, Start-Up Companies”, (Çevrimiçi), <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.01.2014), s.4

Leaders workshoptaki çalışmada güncellemiştir. Yukarıda da örneklendiği gibi, şirketlerin yıllık ortalama istatistiklerde belirtilen hisse alım turlarındaki miktarlar değişmektedir. Puanlanacak şirket karakteristikleri ve değerleri şu şekilde sınıflandırılmıştır;

| <u>Karakteristikler</u> | <u>Değerlemeye eklenecek miktarlar</u> |
|---|--|
| Yönetimin kalitesi (Yönetim riskini azaltır) | max. 500 milyon \$ |
| Doğru iş fikri (ürün riskini azaltır) | max. 500 milyon \$ |
| Çalışan prototip (teknoloji riskini azaltır) | max. 500 milyon \$ |
| Stratejik ilişkiler (pazar ve rekabet riskini azaltır) | max. 500 milyon \$ |
| Ürün satışları (finansal ve üretim riskini azaltır) | max. 500 milyon \$ |

Kaynak: Bill Payne, “Scorecard Valuation Methodology: Establishing The Valuation of Pre-Revenue, Start-Up Companies”, (Çevrimiçi), <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf>, (Erişim Tarihi: 15.01.2014), ss.1-7

Bu miktarlar her sınıf için kazanılabilecek en yüksek değerlerdir. Değerleme sonucu 800 milyon\$ da çıkabilir. 2,5 milyon \$’da çıkabilir. Şirket belli bir süre içinde nakit akışına geçtiğinde artık bu yöntem uygulanamaz. Gerçek nakit akışlarının projeksiyonu ile değerlendirilmelidir. Başlangıç evresi firmalarının değerlemeleri, içerdikleri yüksek risk dolayısıyla, yatırım sonunda yatırımcıya 10x getiri verme şansı için biraz düşük tutulur. Bu yöntemle değerlemede her sınıf için belirlenmiş en yüksek miktar olan 500.000 \$ altındaki miktarlar kullanılabildiği için, sonuç değerlemenin de daha düşük elde edilebilme imkanı vardır.

D. Risk faktörleri toplama yöntemi;

Scorecard ve Dave Berkus yöntemlerinde kullanılan risk faktörleri daha dar bir aralığı kapsar. Bu yöntemde ise yatırım yapılacak çekirdek/başlangıç evresi hedef şirketin 12 karakteristik risk faktörü değerlendirilir. Bu açıdan melek yatırımcının daha geniş faktörleri göz önünde bulundurması gerekir. Bir başlangıç evresi girişiminin yatırım değerlemesi hesaplanırken benzer iş kolundaki diğer girişimlerin geçmiş kayıtları

incelerek, bu konuda tecrübeli olan diğer meleklerden fikir danışılarak veya tecrübeli bir portföy yöneticisinden danışmanlık alınarak bir ön tahminde bulunmak gerekir. Scorecard metodunda olduğu gibi aynı bölge civarındaki benzer şirketlerin nakit akışı öncesi değerlemelerine ait medyan değeri kullanılır Ancak iyi bir yatırımcı kendi yatırımıyla ilgili riskleri iyi inceleyerek karar vermelidir. Risk faktörlerinin sayısı ne kadar çok ise toplam risk de o kadar büyüktür. Gene her yatırımcı yönetici riskini en başa alır. Değerlemeye alınan diğer risk faktörleri ise sırasıyla şöyledir,¹³⁹

- Yönetici riski
- Girişim evresi riski
- Yasal mevzuat/politik risk
- Üretim riski
- Satış-Pazarlama riski
- Fonlama/Sermaye toplama riski
- Rekabet riski
- Teknoloji riski
- Dava (hukuki) riski
- Uluslararası risk
- İtibar riski
- Kazançlı çıkış potansiyeli riski

Her risk +2 (çok olumlu),+1 (olumlu), 0 (nötral), -1 (olumsuz), -2 (çok olumsuz) olmak üzere puanlandırılır. Her +1 için 250.000\$,+2 için 500.000\$, -1 için -250.000\$ ve -2 için -500.000\$ şeklinde miktarlar konarak toplam bir değer bulunur. Bu değer nakit akışı öncesi çekirdek/başlangıç evresi benzer şirketlerine ait elde edilen medyan değerine ilave edilerek, yatırım yapılacak şirketin tahmini değeri bulunur.

A.B.D. melek yatırım şirketlerinin 2012 nakit akış öncesi değerlendirme raporlarına bakacak olursak,

- CVR, 2013, (The angel investor market in 2012) yayınına göre ortalama alım turu miktarı = 2,7 milyon\$
- ARI,2013 (2012 Halo report) yayınına göre ortalama alım turu miktarı = 2,5 milyon \$

¹³⁹ A.g.e., s.1-7

- Fenwick&West,2013 (seed financing survey 2012 of internet/digital media &software industries) yayınına göre, ortalama alım turu miktarı= 4.6 milyon\$ (bu firmaların çoğu Silicon Valley'de kurulmuş olup bu yüzden yüksek miktarlı alım turları olmuştur. Ancak bu yatırımların çoğu formal risk sermayesi tarafından yapılmıştır.
- Bill Payne, 2012, (North American 2012 valuation survey of angel groups) raporuna göre ortalama alım turu miktarı =2.750 milyon \$
- Yaşam bilimleri ve temiz teknolojiler sektöründeki yatırımların ortalaması 3,2-3,0 milyon \$
- Yazılım/internet sektöründe ise 2,5 milyon \$ olmuştur.

Bütün bu değerlerden anlaşılacağı gibi A.B.D. 2012 yılı için melek pazarı çekirdek/başlangıç evresi yatırımlarının alım turu miktarı ortalama 2,6 milyon \$ civarındadır. Bu yılki hesaplamalarda kabaca bu değer A.B.D.'deki melekler için kullanılmaya uygun olduğu belirtilmiştir.

Bu yöntemlerden başka, girişim sermayesi değerlemesinde kullanılmaya uygun oldukça detaylı temel hesaplama yöntemleri ve örnekleri içeren (fiyat/kar parametresiyle satış öncesi değerlendirme, yüzde hisse oranı, hisse seyrelmesi, halka arzda hisse değeri hesaplaması) gibi diğer yöntemler de vardır.¹⁴⁰

Şirketin değerlemesinde en önemli risk şirketin hangi evrede olduğu ile ilişkilidir. Çekirdek/başlangıç evresi yatırımlarının getirileri zamanla çok hassas ilişkilidirler. Tecrübeli yatırımcılar yatırım kararı vermeden önce likidite için uygun zaman ve şartların ne olacağı üzerinde çok zaman ve enerji harcarlar. Birçok tecrübeli melek yatırımcı başlangıç ve erken evre yatırımlarından %30-40 arasında bir yıllık getiriden daha az beklemezler. Girişimci de bu civarda bir teklif vermezse pek inandırıcı olamaz. Tablo 49'da yatırım süresi ile kazanç çarpanı ve yıllık % getiri tahminine kolaylık sağlamak üzere kullanılacak değerler verilmiştir.

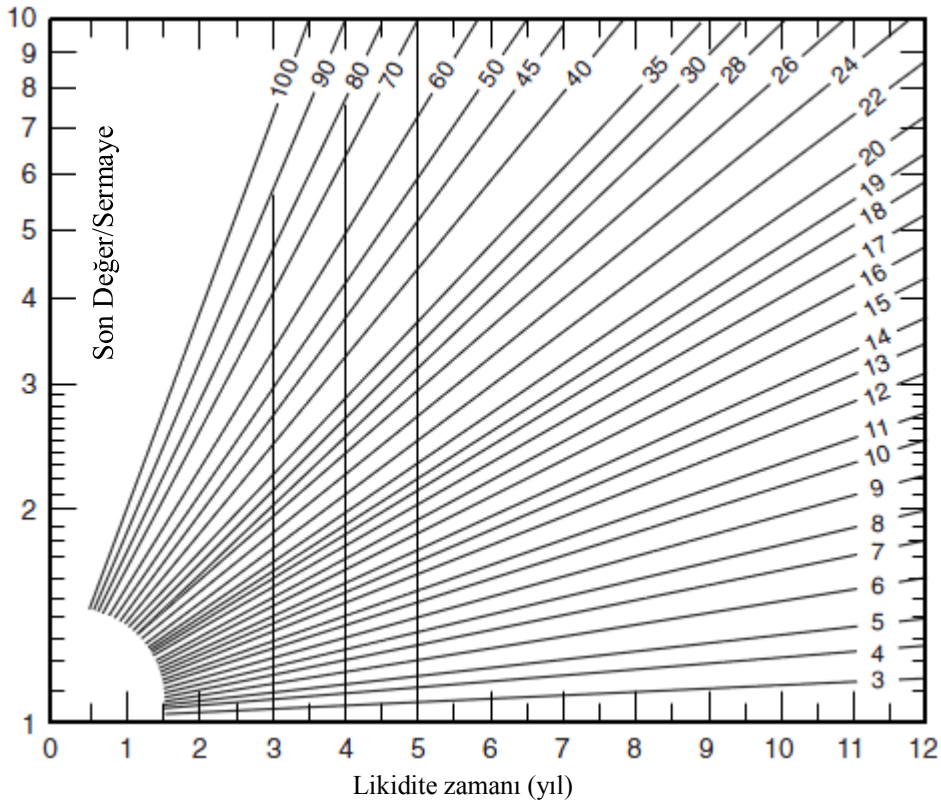
¹⁴⁰ W.A. Shalman, "The Basic Venture Capital Formula", **Harvard Business School**, 2009, s.1-6

Tablo 53. Belli Bir Yatırım Süresi İçinde İstenen Kazanç Çarpanı ile Zaman İlişkisi

| Yıl | Kazanç Çarpanı | | | | |
|-----|----------------|-----|------|------|------|
| | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 2 | %41 | %73 | %100 | %124 | %145 |
| 3 | %26 | %44 | %59 | %71 | %82 |
| 4 | %19 | %32 | %41 | %50 | %57 |
| 5 | %15 | %25 | %32 | %38 | %43 |
| 6 | %12 | %20 | %26 | %31 | %35 |

Kaynak: Gerald Benjamin ve Joel Margulis "Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing", John Wiley&Sons, Inc. Hoboken, 2005, s.287

Şekil 20'de kazanç çarpanı verilmiş bir yatırımın belli bir sürede getirisinin ne olacağına dair fikir veren pratikte kullanılabilecek bir diyagram verilmiştir. Örneğin, 7 yılda yıllık %40 getirinin çarpanı 7,5x, 2,5 yılda %110 yıllık getiri yaklaşık 5,5x kazandırır.



Şekil 23. Likidite Zamanı ile Getiri Oranı İlişkisi

Kaynak: Gerald Benjamin ve Joel Margulis "Angel Capital: How to Raise Early-Stage

Sofistike yatırımcılar sadece yönetim riski, iş stratejisi riski, ürün/teknoloji riski, operasyonel risk ve finansal riskleri değerlendirmeye kalmayıp, hisse alım ve anlaşma şartlarındaki gelişmeleri de göz önüne alarak yatırıma karar verirler.

2.4.3. Müzakere ve Kontrat yapılması

Müzakere aşamasında, şirket değerlemesi, hisse değeri, hissenin tipi, şirketten alınacak hisse payı ve zamanlaması, kontrat kayıt ve şartları, yatırımcının rolü (yönetim kurulu üyeliği), istenen getiri, gibi konuların karşılıklı tartışması yapılır.

Kontratlar her iki tarafın haklarını ve yapmak zorunda oldukları konuları içerir ve neyin- kimin- ne kadar bir zaman içerisinde yapacağını düzenler. Kontratın amacı girişimci ve yatırımcının isteklerinin doğrudan kontrol ölçütleri ve performans önlemleri ile belli bir seviyede tutulmasıdır. Şirketin satın alınması veya satılması ile ilgili veto hakları, bütçe ve stratejik planların önceden kabul edilmesi, yönetimin hisse çıkarabilmesi seçeneğine yapılan kısıtlamalar, işteki görevi sona erdikten sonra yatırımcının rekabet etmemesinin istenmesi ve şirkete ek bir borç ve sermaye alınabilmesine getirilen kısıtlama, gibi bazı şartlar tartışılmaz şartlardır.

Bir girişim yatırımı, dış finansörlerle(bireysel melek veya girişimci fonları olabilir) yeni şirketin sahibi arasında yapılan anlaşmadır. Genelde bütün anlaşmalarda aynı şartlar vardır. Kurucular(girişimci) adi hisse senedine sahiptirler, dış yatırımcılar ise adi hisse senedi değil konvertibl tercihli hisse senedi alırlar. Bunun amacı şirketin kazancı üzerinden yapılacak ödemenin adi hisse senedi sahibi olan girişimci yerine, öncelikli hak sahibi olarak yatırımcıya verilmesidir. Şirketin hisse senedi arzı veya diğer satışlarında dış yatırımcının tercihli hisse senedi, kurucuların elindeki adi hisse senedinin değerine eşit, adi hisse senedine dönüşür. Genelde girişimciler anlaşma standartlarına uygun olarak, yatırımcının beklediği karın elde edilebileceğine inandıkları zaman şirketin satışına karar verirler. Şirketin karlı bir çıkış yapması halinde tercihlerin önemi kalmaz. Girişimci ve yatırımcı arasındaki bu farklılığın sebebi kurucuların, yatırımcıyı şirkete nakit sağlamaya ikna edip sonrada bu nakitten pay almak için şirketi tasfiyeye gitmeleri tehlikesine karşılıktır. İflas veya hisse değerlerinin çok düşmesi dolayısıyla zararına satışı olursa, tercihli senetler öncelik hakkı kazandırır.

Tecrübeli melekler sermayelerinin değerini koruyacak (hisse seyrelmesi, iflas veya tasfiye, müteakip hisse alımında öncelik verilmesi) ve çıkış zamanı ile ilgili(icra ile çıkış hükmü) finansal konuları içeren özel bazı şartlar da koyarlar. Gruplar ve sendikalar ile ortak yatırım yapan melekler risk sermayesi fonlarına benzer daha fazla kısıtlamalar içeren kontratlar yaparlar.

Melek yatırımcılar genelde girişimciyi zorlamayacak kontratlar yaparlar ve mümkün olduğunca her iki tarafa da adil olacak şartlar gözetirler. Bu kontratlar gereklilik dolayısıyla yapılmış ve eksik yanları bulunan sözleşmelerdir. Eksiksiz kontratların yazılmasının çok maliyetli olması, asimetrik bilginin olması ve önceden belirlenemeyen bir çok şeyin olabileceği gibi sebeplerle kontratlar genelde eksik bırakılır.

Bireysel melekler kendi paralarını kullandıkları için, fonla yatırım yapan sendikasyon veya gruplar gibi yatırım süreci çok fazla uzamaz. Kararlarını daha çabuk verebilirler. Girişimciyle ilk buluşmadan itibaren bütün yatırım süreci, 3 aydan fazla sürmez.¹⁴¹

2.4.4. Meleklerin yatırım sonrası faaliyetleri

Melek yatırımcıların çoğu önceki iş ve girişimcilik yaşamından edindikleri bilgi ve iş tecrübelerini yatırım yaptıkları şirketlerin büyüyüp gelişmesinde faydalı olmak ve dolayısıyla yatırımının değerini artırmak amacıyla kullanmak ister. Girişimciler de çoğu kez bu durumdan hoşnuturlar. Çünkü ilk başlangıç evresindeki bir firmanın kaliteli bir yönetici çalıştıracak maddi imkanı yoktur. Melek yatırımcıların yönetime aktif katılımı girişimci üzerinde katı bir kontrol mekanizması kurmak yerine, iyi ilişkiler geliştirerek bilinen asimetrik bilgi ve belirsizlikleri minimuma indirmeye yarar. Gerektiğinde yanlış gideceğini hissettiği olaylara vaktinde engel olabilir. Tecrübesiz bir girişimci için bu bulunmaz bir fırsattır.

Melek yatırımcının firmaya verdiği değer artırıcı hizmetler içinde mentorluk, danışmanlık, iş ilişkilerinden edindiği çevreden yararlandırma, banka veya diğer yatırımcı çevrelerde oluşturduğu güven ile girişimin ileride ihtiyaç duyacağı müteakip sermayeyi almasında kolaylık sağlamak, tedarikçilerle ilişkiler, pazarlama ortamındaki

¹⁴¹ Mothersill (Ed.), **a.g.e.**, s.8-17; Mason ve Harrison, **a.g.e.**, s.111-123

ilişkilerde yardımcı olmak, gerektiğinde muhasebe ve diğer yasal işlerin yürütülmesinde yol göstermek, kendi ağından ve sosyal çevresinden girişimciyi faydalandırmak gibi birçok faaliyeti yürütür.

2.4.5 Çıkış

Melek yatırımların nakite dönüştürülmesi için en iyi şans halka arz ile borsa yoluyla hisselerinin satışlarıdır. Ancak bu bir altın şanstır. Çünkü 100 milyon \$ altındaki firmaların borsaya açılmaları zordur. Bu yüzden en çok tercih edilen çıkış yolu firmanın dış finansörler tarafından veya şirket yönetimi tarafından satın alınmasıdır. Dış satış için aynı iş kolunda çalışan daha büyük firmalar tarafından satın alınması, (birleşme satın alması) şirket içinden satın alınmasından saygınlık açısından çok daha iyidir. Şirket zor durumda ayakta kalıyorsa bu durumda yönetim tarafından satın alınır. Melek yatırımcı açısından hoş olmayan bir görüntü oluşturur.¹⁴²

1990'lı yılların sonundaki dt.com patlaması sırasında bazı ülkeler girişimci firmaların kendi ülkelerindeki borsalarda listelenmesi için için ikincil piyasalar oluşturmalarına rağmen birçok hızlı büyüyen firma görüş ve likiditesi büyük olan A.B.D. borsasını tercih etmiştir. Avrupa'da da birçok ülke ikincil piyasalar kurmaya çalışmıştır. Ancak uygulamalar ve takas ile yatırımcılar üzerinden yapılan yoğun rekabet başarısızlıklara ve iç pazardaki şirketlerin dış pazarlarda listelenmesine sebep olmuştur.

¹⁴² OECD, a.g.e., s.75-78

3. TÜRKİYE'DE MELEK YATIRIMCILIK

Ekonomik olarak gelişmekte olan ülkeler kategorisinde başı çeken ülkelerden biri olan Türkiye melek yatırımcılar için cazip bir ülke olarak görünmektedir. Avrupa Melek Yatırım Ağı'nın (EBAN) 11'inci Kış Zirvesi 17 - 18 Ocak'ta bu yıl ilk kez Türkiye'de gerçekleşti. Bu da Avrupa'daki melek yatırımcıların Türkiye'ye olan ilgisini açık bir şekilde göstermektedir. Diğer bir taraftan önde gelen kredi derecelendirme kuruluşlarından Moody's ve S&P'nin Türkiye'nin notunu yükseltmesi de bu yatırımcıların ilgisini artıran sebepler içerisinde sayılabilir.

Amerika'da Angel Investor Avrupa'da Business Angel olarak adlandırılan Türkiye'de de melek yatırımcı olarak bilinen bu yatırım türü yönetmeliğe Bireysel Katılım Yatırımcısı olarak geçmiştir. Bireysel Katılım Yatırımcısı, kişisel maddi varlıklarını ve tecrübelerini başlangıç aşamasındaki şirketlere aktaran gerçek kişilerdir. Bireysel Katılım Yatırımcılarının yaptıkları yatırımlar, fonlar ya da stratejik ortaklarla kıyaslanınca düşük seviyelerde olup bu tip yatırımların amacı başlangıç aşamasındaki şirketin belli bir noktaya kadar ilerlemesini sağlamaktır.¹⁴³

Türk melek yatırım sisteminin yasal çerçevesi 6327 sayılı bireysel emeklilik tasarruf ve yatırım sistemi kanununun 10. ve 14. maddeleri ile belirli kanun ve kanun hükmünde kararname tarafından düzenlenir. Melek yatırımlar hakkında yönetmelik 6327 sayılı kanununun uygulanması amacıyla kabul edilmiştir. Hazine müsteşarlığı bu yeni sistemin ve ilgili yönetmeliğin uygulanması ve denetiminde yetkilidir.¹⁴⁴

Bu yasal girişimin arkasındaki temel gerekçe küçük işletmelerin finansman kaynaklarına erişimde yaşadığı boşluğu doldurmaktır. Küçük işletmelerin yüksek seviyede risk içeren büyüme evrelerindeki deneyim sıkıntısı ve büyümeyi destekleyecek uygun finansman ve borçlanma kaynağı bulma açısından yaşadığı zorluklar iyi bilinen bir gerçektir. Yeni girişimler için finansal kaynakların çoğunlukla melek yatırımcılar tarafından sağlanması beklenmektedir. Küçük işletmelere ve girişimcilere finansal açıdan kaynak sağlamak amacıyla hükümet melek yatırımcıların yaptığı yatırımlar

¹⁴³ Gökhan U.Bağcı, "16 Soruda Melek Yatırımcılık Yönetmeliği", **E-Tohum**, 2013, (Çevrimiçi), <http://www.etoHum.com/16-soruda-melek-yatirimcilik-yonetmeliği>, (Erişim Tarihi: 26.12.2013),

¹⁴⁴ Resmi Gazete, "Bireysel Emeklilik Tasarruf Ve Yatırım Sistemi Kanunu İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun" 29.Haziran.2012, sayı.28338,

karşılığında vergi hibeleri belirlemiştir.

3.1. Melek Yatırımcılara Sağlanan Avantajlar

Yönetmelik kapsamında melek yatırımcı olmak için lisanslı gerçek kişilerin Gelir Vergisi Kanunu ile uyumlu olarak vergi indiriminden yararlanma hakkı vardır, 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu. Gelir Vergisi Kanunu ve yönetmelik ayrıntılı olarak vergi avantajlarını anlatmaktadır.

3.1.1. Gelir vergisi kanunu ve yönetmeliğe göre vergi indirimleri

Gelir vergisi kanunu ve yönetmelik kapsamında melek yatırımcılar lehine vergi indirimleri aşağıdaki gibi öngörülmektedir:

3.1.1.1. %75 Vergi indirimi

Gelir vergisi kanununun 82. Geçici maddesi ve yönetmeliğin 4. Maddesine göre, melek yatırımcıların kendi gelir ve kazançlarından yıl boyunca melek yatırım sistemi altında yatırım yaptığı yıllık getiriye tabi hisse senetlerinin anaparalarının %75'i kadar indirimine izin verilir. Bu durum yatırımcının hisseyi 2 yıl elinde tutmasını sağlar. Bu 2 yıllık süre anaparanın bankaya şirket adına nakit olarak yatırım yapıldığı tarihten itibaren başlar. Melek yatırımcının vergi indiriminden yararlanabilmesi için öncelikle şirket adına anaparayı nakit olarak bankaya yatırmış olması gerektiğini belirtmek gerekir. Melek yatırımcılar tarafından satın alınan hisselerin fiyatı şirketin özel banka hesabında tutulmalıdır. Banka hesabının yönetimi melek yatırımcı tarafından yatırım yapılan şirket kontrolünde olsa bile, belirli bir miktarın üzerinde giderler için çift imza gerekecektir. Bu hesabın sadece şirketin iş planında belirtilen faaliyetlerin finansmanı için kullanılabileceğini unutmamak gerekmektedir.

3.1.1.2. %100 Vergi indirimi

Söz konusu kesinti oranı araştırma, geliştirme ve yenilik projeleri olan şirketlere yatırım yapan melek yatırımcılar için% 100 olarak uygulanır. Bu yatırımlar 5 yıl süreyle Bilim,

Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı, Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu, Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı tarafından desteklenir.¹⁴⁵

3.1.2. Vergi indirimleri ve maksimum kesinti tutarı için geçerlilik süresi

Gelir vergisi kanununun 82. geçici maddesi uyarınca yukarıda veriler indirimler 31 Aralık 2017 tarihine kadar uygulanacaktır. Ancak bakanlar kurulunun bu süreyi 5 yıla kadar uzatabilme yetkisi bulunmaktadır. Melek yatırımcılar için Gelir vergisi kanununun 82. Geçici maddesi uyarınca yapılacak kesinti 1.000.000 TL'yi geçemez. Ancak, bakanlar kurulu söz konusu indirim oranlarını artırmak ve tamamen kaldırma yetkisine sahiptir.

3.1.3. Vergi kesintisinden yararlanma koşulları

Melek yatırımcıların melek yatırım lisansına tabi olduğunu belirtmek gerekmektedir. Melek yatırımların hak ve vergi indirimlerinden yararlanabilmeleri için, gerçek kişi yatırımcıların Hazine Müsteşarlığından bir lisans almaları gerekir.

Beş yıllık lisans döneminde, melek yatırımcılar yirmi farklı anonim şirketine kadar yaptıkları kendi bireysel yatırımları için vergi indirimlerinden yararlanma hakkına sahiptir. Yukarıda açıklanan vergi avantajlarını elde etmek için melek yatırımcılar, herhangi bir şirkete yatırım yapmadan önce Hazine Müsteşarlığı'na başvurmaları gerekmektedir. Aynı zamanda, girişimciler Hazine Müsteşarlığı'na şirketin esas sözleşmesini de sunmalıdır. Daha sonra, melek yatırımcıların yatırımın amacını ve ne kadar süre anaparanın kullanılacağını gösteren bir iş planı teslim etmeleri gerekmektedir. Melek yatırımcılar yatırımlarını garantiye almak için girişimcilerden borçluluklarını gösteren herhangi bir belge alma hakkına sahip değillerdir.

Yönetmelik ana hatları ile:

- a) Melek yatırımcı nitelikleri,
- b) Melek yatırımcıların yatırım yapmak için şirketlerde aradıkları şartlar,

¹⁴⁵ Gelir Vergisi Kanunu, 6 Ocak 1961 gün ve 10700 sayılı Resmi Gazete

- c) Vergi indiriminden yararlanabilmesi için melek yatırımcıların yapması gereken yatırımların alt ve üst limiti.

3.2. Yönetmeliğe Göre Melek Yatırımcı Olmak İçin Yeterlilik

3.2.1. Gerçek kişi olmak

Yönetmelik uyarınca, melek yatırımcılar kendi kişisel varlıkları, deneyimleri ve / veya tasarruflarını başlangıç ya da güçlü bir büyüme potansiyeline sahip büyüyen şirketlere ilettiklerinden dolayı gerçek kişiler olarak tanımlanırlar. Bu nedenle, tüzel kişiler ne melek yatırımcı haline gelmek için ne de ilgili vergi indirimlerinden yararlanmak için nitelikli değildirler. Sadece gerçek kişiler Yönetmelik kapsamında melek yatırımcı olabilirler.

3.2.2. Melek yatırımcı lisansı edinmek

Melek yatırım başlatmak için ve vergi indiriminden yararlanmak için, bir melek yatırımcının Hazine Müsteşarlığından bir lisans alması gerekiyor. Lisansın geçerlilik süresi 5 yıl olarak öngörülmektedir.

3.3. Türkiye’de Melek Yatırımın Dağılımı

Tablo 54’te 25 başvurunun % olarak endüstriyel dağılımı verilmiştir. Tablodan anlaşılıyor ki Türkiye’de yatırımlar imalat sanayi ve hizmetler arasında eşit bir şekilde dağılmaktadır. Bu yüzdeler Türkiye’de melek yatırım açısından gelecek vaat eden göstergelerdir.¹⁴⁶

¹⁴⁶ Bağcı, a.g.e., s.1

Tablo 54. 25 Başvurunun Yüzde Olarak Endüstriyel Dağılımı

| Endüstriler | % |
|--------------------------------------|-----------|
| Yazılım hizmetleri | 12,2 |
| Üretim ve paketleme | 7,3 |
| Gıda | 7,3 |
| Makinalar | 7,3 |
| Ulaştırma ve havacılık | 7,3 |
| Otomotiv | 6,1 |
| İnşaat ve mühendislik | 6,1 |
| Bilgisayar ağı ve yazılım | 4,8 |
| Profesyonel hizmetler ve danışmanlık | 4,8 |
| İnşaat malzemeleri | 3,6 |
| Tekstil ve moda | 3,6 |
| Diğer imalatlar | 15,8 |
| Diğer hizmetler | 13,4 |
| Toplam imalat sanayi | 50 |
| Toplam hizmetler | 50 |

Kaynak: Damla Özdemir, “Private sector alternatives to SME financing in a growing economy: The case of Turkey”, **TEPAV**, 12.May.2012, s.10

Tablo 55’te Türkiye’de en fazla yatırım yapması beklenen lisanslı melek yatırımcılar verilmiştir. Tablodaki isimler Türkiye’nin önde gelen şirketlerinin yönetim kademesindeki kişilerdir. Bu isimlerin lisanslı olması da gelecekte daha büyük yatırımlara imza atacaklarının bir göstergesidir.

Tablo 55. Türkiye’de Yatırım Yapması Beklenen Lisanslı Melek Yatırımcılar

| | |
|------------------|---|
| Ali Sabancı | Pegasus Yönetim Kurulu Başkanı |
| Atilla Kurama | Gözde Girişim Genel Müdürü |
| Ali Pandır | Fiat Türkiye Ülke Müdürü |
| Ayhan Dayoğlu | Ak Sigorta Genel Müdür Yardımcısı |
| Babür Çelebi | Esas Holding Gıda Grup Başkanı |
| Cem Soysal | Inventram Genel Müdürü |
| Davut Doğan | Doğtaş Genel Müdürü |
| Dursun Akbulut | Ak Leasing Eski Genel Müdürü |
| Emre Kurttepli | Mynet Genel Müdürü |
| Fatih İşceber | Pozitron Kurucu Ortağı |
| Fırat İşceber | Pozitron Kurucu Ortağı |
| Hasan Aslanoba | Aslanoba Capital Kurucusu |
| Hüsnü Özyeğin | Fiba Holding Yönetim Kurulu Başkanı |
| İsmail Gürleyik | Sedes Holding-Gratis Genel Müdür Yardımcısı |
| İsmail Cem Akar | Esas Holding Gıda Sektör Danışmanı |
| Sina Afra | Markofoni CEO’su |
| Turhan Beriker | Sanicor Yönetici Direktörü |
| Joachim Behrendt | BIC Angel Investment & Services CEO’su |
| Mehmet Buldurgan | Sirketortagim.com Kurucusu |
| Melih Ödemiş | Yemeksepeti Kurucu Ortağı |
| Murat Yalçıntaş | İTO Eski Başkanı |
| Nevzat Aydın | Yemeksepeti CEO’su |
| Orkun Tekin | RezlamZ Yönetim Kurulu Başkanı |
| Pınar Abay | ING Genel Müdürü |
| Sina Afra | Markofoni CEO’su |
| Şemsettin Gelgen | İK Grup Yönetici Ortağı |
| Ümit Boyner | TÜSİAD Eski Başkanı |
| Ümit Karaaslan | Hyundai Genel Müdürü |

Kaynak: Gözde Yeniova, “Yeni Teşvikler İle İş Fikirlerine Melek Yatırımcı Bulmak Kolaylaştı”, **Ekonomist Dergisi**, Ağustos 2013, s.1

Türkiye’de risk sermayesi ve melek yatırımcılar için son 5 yılda yapılan değişikliklerde fonların fonu, ortak yatırım fonları ve yatırım öncesi vergi indirimi teşvikleri uygulamaya konmuştur. Yardımlar, krediler ve garanti projeleri arttırılmıştır. Emeklilik fonlarının alternatif fonlarda değerlendirilmesi hala yasaktır. Girişimciye eğitim

programları içinde finansal kaynaklara erişim ve yatırıma hazırlık konuları işlenmektedir.

SONUÇ

Melek yatırımcılık 80'li yıllardan itibaren A.B.D. ve Avrupa ülkelerinde gelişmeye başlamış olmasına rağmen ticaret alanında bireysel yüksek risk yatırımı olarak çok eskilere dayanmaktadır. Kurumsal bir yatırımcılık şekli olmadığından yatırımcıların kayıt altına alınma zorunluluğu yoktur bu yüzden informal risk sermayesi olarak incelenmiştir. Son yıllarda KOBİ'ler için iyi bir yatırım kaynağı oluşturduğu dikkat çekmektedir. Dünya genelinde de melek yatırımcılığa ilgi giderek artmaktadır. Yapılan araştırmaların sonuçları maddeler halinde aşağıda verilmiştir.

1. Risk sermayesi başlangıç evresi yatırımcılığından çıkarak genişleme ve satış evresi yatırımcıları oldular. Hisse alım miktarları 5-10 milyon \$ arasına çıkmıştır.
2. Melekler grup, sendika ve federasyonlar kurarak daha geç evre yatırımlarına ortak olmaya başladılar. 5 milyon \$'a kadar yatırım yapabilmektedirler.
3. İnformal melekler getirilen yasal zorunluluklar, akreditasyon, sendikalaşma, devlet teşviklerinden yararlanma ve devlet fonları ile ortak yatırımlara girebilmeleri dolayısıyla kayıt altına girmeye başlamışlardır. Ancak piyasada görünen kayıtlı melek oranı hala %20'ler civarındadır, geri kalan %80 hakkında kayıt bulunmamaktadır.
4. Melek yatırımların getirileri %25-30 civarında bir orandadır. Hem melek yatırım hem de risk sermayesinin borsa ve diğer alternatif hisse piyasası ile yarışabilecek getiriler elde ettiği gözlenmektedir. Ancak formal risk sermayesinden daha iyi bir getiri oranına sahiptir. Bunun yanında riski çok daha yüksektir.
5. Melek yatırımcıların halka arz yoluyla çıkışları hala çok azdır. Bu yüzden Avrupa, Amerika başta olmak üzere birçok ülkede ikincil piyasalarda hisse satış işlemleri yapabilmektedirler. Bugün hala en fazla çıkış ticari satış veya satın alma yoluyla olmaktadır.
6. KOBİ'lerin finansmanında melek alım hissesi büyüklüklerinin artması dolayısıyla çekirdek, başlangıç ve geç evre finansmanında yine zorluklar yaşanmaya başlanmıştır. Bu oluşan yeni boşluğu birçok ülke crowdfunding yoluyla girişimlerin başlangıç yatırımları için sermaye toplamak üzere yasalar getirmiştir.
7. Meleklerin yeniden başlangıç evrelerine yatırımlarına yönelmelerini teşvik etmek için devletler ortak yatırım fonları oluşturmak için kaynaklar ayırmaya, gelir vergisi indirimleri veya muafiyetleri uygulamaya, belli bir orana kadar garanti vermeye,

banka kredisi kolaylığı sağlamak gibi birçok imkanlar sağlamaya çalışmaktadır.

8. Ar-Ge ve inovatif gelişmeler için gerekli olan sermaye hala çok düşük düzeydedir. Çünkü hiçbir yatırımcı bu evreye yatırım yapmaya istekli değildir.
9. İnovatif teknoloji kullanan işletmelerdeki insan kaynağı bulma sıkıntısı hala devam etmektedir.
10. Uluslararası yatırımcılıkta melek yatırımcılık yok denecek kadar azdır. Avrupa Birliğinin bütün çabalarına rağmen kendi ülkeleri içindeki sınır ötesi yatırımlar bile %10-15 seviyelerinin üzerine çıkamamıştır.
11. Risk sermayelerinin uluslararası yatırımları artmaktadır. Çünkü uluslararası kuluçka merkezlerinin finansmanında meleklerden çok risk sermayedarları yatırım yapmaktadır. Bir ülkedeki risk sermayedarları diğer bir ülkedeki devlet veya yatırımcı fonlarıyla ortaklaşa kuluçka merkezleri kurarak hizmet verebilirler. Örneğin silikon vadisindeki birçok firma bu yolla dünyadan yatırımcı çekmektedir.
12. Avrupa'daki çekirdek başlangıç evre yatırımları son derece düşük, Amerika'daki yatırımlar ise çok daha fazladır. Amerika'da çıkışların önemli bir kısmı halka arz yoluyla, Avrupa'da ise satışla gerçekleşmektedir. Bu özellikler karakteristik olarak karşımıza çıkmaktadır.
13. Avrupa ülkeleri içinde melek yatırımcılığın ve müşterek melek yatırımlarının en ileri seviyede olduğu ülke İngiltere'dir. Süper meleklerin yatırımları diğer meleklerle göre daha fazla olmaya başlamıştır.
14. İnternet, yazılım, sağlık ve biyoteknoloji melek yatırımcıların uzun yıllardır en yoğun yatırım yaptıkları sektörlerdir.
15. KOBİ'lerin finansmanında melek yatırımcıların önemi iyice anlaşılmıştır. Dolayısıyla melek yatırımcılığın iş ve istihdam yaratmadaki rolünün anlatılması ve girişimcilik farkındalığının artırılması için üniversitelerin, iş çevrelerinin, ticaret ve sanayi odalarının, melek ağlarının ve medyanın programlar düzenlemeleri faydalı olacaktır. Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin istihdam ve sosyoekonomik problemlerinin azaltılması açısından bu konunun önemli açıktır.

KAYNAKÇA

- ACA. "Angel Investors-Critical Initiators Of Startups And Job Creation, SEC Advisory Council On Small And Emerging Companies". 2013.
- ACEF. "Valuing pre-revenue companies". **Ewing Kauffman Foundation**. 2007.
- B.B.A.A. "Business Angel Investing: A Guide to the Legal, Tax & Regulatory Issues". **British Business Angels Association**. 2013.
- BAĞCI, Gökhan U. "16 Soruda Melek Yatırımcılık Yönetmeliği". **E-Tohum**. 2013. <http://www.etoHum.com/16-soruda-melek-yatirimcilik-yonetmeliği>. (Erişim Tarihi: 26.12.2013).
- BANHA, Francisco. "Giving Wings to New Ideas,Trends and Developments in the Angel Market around the World". **11th International Angel Brazil Summit**. 2012. Rio de Janeiro, Brazil.
- BENJAMİN, G.A. ve MARGULIS, J.B. "Angel Financing: How to Find and Invest in Private Equity". **John Wiley and Sons**. 2000.
- BENJAMİN, G.A. ve MARGULİS, J.B. "Angel Financing: How to Find and Invest in Private Equity". **John Wiley and Sons**. 2000.
- BENJAMIN, Gerald ve MARGULIS, Joel. "Angel Capital: How to raise early-stage private equity financing". **John Wiley & Sons,Inc.Hoboken,New Jersey**. 2005.
- CARDON, Melissa S., SUDEK, Richard ve MİTTENESS, Cheryl. "The Impact Of Perceived Entrepreneurial Passion On Angel Investing". **Frontiers of Entrepreneurship Research**. 2009.
- COCHRANE, John H. "The Risk And Return Of Venture Capital". **Journal Of Financial Economics**".2005.
- COVENEY, Patrick ve MOORE, Karl. **Business Angels: Securing Start Up Finance**. 1998.
- CSES. "Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final Report". Ekim 2012.
- CSES. "Final Report: Benchmarking of Business Incubators". **European Commission Enterprise Directorate-General**. 2002.
- CZARNİTZKİ, Dirk ve HOTTENROTT, Hanna. "Financing Constraintsf or İndustrial Innovation: What Do We Know?". **Department of Managerial Economics, Strategy And Innovation (MSI)**. 2010.

- DEGENNARO, Ramon P. “Angel Investors:Who they are and what they do.Can I be the one?”. <http://ssrn.com/abstract=1462551>. (Erişim Tarihi:04.06.2013).
- DEGENNARO, Ramon P. ve DWYER, Gerald P. “Expected Returns to Stock Investments by Angel Investors in Groups”. **Federal Reserve Bank Of Atlanta Working Paper Series**. 2010.
- DEGENNARO, Ramon P. ve MCDONALD IV, Michael B. “What do we really know about returns to angel investors and their investments?”. <http://ssrn.com/abstract=2325720.pdf>. (Erişim Tarihi:01.08.2013).
- DELOITTE. “Taking The Pulse of The Angel Market”. **UK Business Angel Association**, 2013.
- DWYER JR. Gerald P. ve BARNHART Cora. “Returns to Investors in Stocks in New Industries”. **Federal Research Bank of Atlanta**. 2008.
- EBAN Tool Kit. “Introduction To Business Angels And Business Angels Network Activities In Europe”. **European Trade Association For Business Angels, Seed Funds And Othermarket Players**. 2009.
- EBAN, “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”, **European Angel Investment Overview**, C.1, 2012.
- EBAN. “ Business Angel Networks, Add-On Services, Compendium Of Practices Across Europe”. **European Business Angel Networks**. C.1. 2006.
- EBAN. “Building the early stage investment asset class in Europe”. **Activity Report**. 2010
- EBAN. “The European Trade Association for Business Angels and Early Stage Investors”. **EBAN Annual Report**. C.1. 2008.
- EBAN. “The European Trade Association for Business Angels, Seed Funds, and other Early Stage Market Players”. **EBAN Activity Report**. C.1. 2011.
- EBAN. **Compendium Of Fiscal Incentives In Europe Available To Business Angels**. 2009”
- EUROPEAN UNION, **Report of the Chairman of the Expert Group on the Cross-border Matching of Innovative Firms with Suitable Investors**, 2012
- EUROPEAN UNION. “Report of the chairman of the expert group on the cross-border matching of innovative firms with suitable investors”. **ISBN 978-92-79-25493-2,doi:10.2769/38839**. 2012.

- EVCA. "2012 Pan-European Private Equity Performance Benchmarks Study". 2013.
- EVCA. "Closing Gaps And Moving Up A Gear.The Next Stage Of Venture Capitals Evolution In Europe". **EVCA Venture Capital White Paper**. 2010.
- FREEAR, J. ve WETZEL, W.E. "Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs?". **Journal of Business Venturing**. C.5. Y.2. 1990.
- FREEAR, John, SOHL, Jeffrey E. ve WETZEL JR., William E. "Angels:Personal Investors In The Venture Capital Market". **Entrepreneurship and Regional Development**. C.7. 1995.
- FREEAR, John, SOHL, Jeffrey E.ve WETZEL, William. "Angels On Angels:Financing Technology-Based Ventures-A Historical Perspective". **Venture Capital**. 2002.
- GARDNER, Paul. "A Qualitative Survey into UK Business Angel Attitude, Preferences and Views in 2002 and 2003". **InvestorPulse UK Angel Attitude Survey**. 2003.
- GASTON, R.J. "Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide". **N.Y. Wiley**. 1989.
- GASTON, R.J. "Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide". **N.Y. Wiley**. 1989.
- GASTON, Robert J. "The Scale of Informal Capital Markets ". **Small Business Economics**. 1989.
- GELİR VERGİSİ KANUNU. **6 Ocak 1961 gün ve 10700 sayılı Resmi Gazete**.
- GOMPERS, Paul A. "The Rise and Fall of Venture Capital". **Business and Economic History**. C.23. Y.2 kış. 1994.
- GREGSON, Geoff ve HARRISON, Richard. **Pennies From Heaven:Examining An Angel Syndicate And Investment Flow To Entrepreneurs**. 2012.
- GREGSON, Geoffrey, MANN, Sacha ve HARRISON, Richard. "Business Angel Syndication and The Evolution of Risk Capital In a Small Market Economy: Evidence From Scotland". **Managerial and Decision Economics**. Vol.34. 2013.
- GROSSMAN, Ilana. **New Startups Around the World – Q1 2014**. <http://gust.com/blog/2014/05/15/new-startups-around-world-q1-2014/>. (Erişim tarihi:20.05.2014).
- HALO REPORT. "Angel Group Year in Review". **Angel Resource Institute**. 2010-2013.
- HARRIS, Robert S., JENKINSON, Tim ve KAPLAN, Steven N. "Private equity performance: what do we know?". **Journal of Finance**. 2013.

- HARRISON, R.T ve MASON, C.M. "Venture Capital Market Complementarities: The Links Between Business Angels and Venture Capital Funds In The United Kingdom". **Venture Capital**. C.2. 2000.
- HARRISON, R.T. ve MASON, C.M. "The roles of investors in entrepreneurial companies : a comparison of informal investors and venture capitalists". **Informal Risk Capital In The Uk**. 1992.
- HILL, B.E. ve POWER, D. "Attracting Capital from Angels". **John Wiley ve Sons**. 2002.
- IBRAHIM, Darian M. "The (Not So) Puzzling Behavior Of Angel Investors. Vanderbilt Law Review". **Arizona Legal Studies Paper**. C.6. 2008.
- KERR, William R., LERNER, Josh ve SCHOAR, Antoinette. "The consequences of entrepreneurial finance:Evidence from Angel financings". **RFS Advance Access**. 09.10.2011. <http://www.people.hbs.edu/wkerr/KLS-Angels-Oct2011.pdf>. (Erişim:06.05.2013).
- KEY, Stephen. **5 qualities of successful entrepreneurs**. www.entrepreneur.com/article/227776. (Erişim tarihi:01.09.2013).
- LAMBERT, David. "Historical Returns in Angel Markets". **(RSCM)Right Side Capital Management**. 2010.
- MANIGART, S. vd. "Determinants Of Required Return In Venture Capital Investment:A Five Country Study". **Journal Of Business Venturing**. C.17. 2002.
- MARKKU, Maula, ERKKO, Autio ve PIA, Arenius. "What Drives Micro-Angel Investments?". **Small Business Economics**. Springer Dergisi. C.25. 2005.
- MARKOVA, Sonja ve PETROVSKA-MİRCEVSKA, Tatjana. "Entrepreneurial finance: Angel investing as a source of funding high-growth start-up firms". **Annals of University Petroşani Economics**. 2010.
- MASON, Colin M. "Informal Sources of Venture Finance". **Hunter Centre for Entrepreneurship University of Strathclyde Glasgow**. 2005.
- MASON, Colin M. "Public Policy Support For The Informal Venture Capital Market In Europe:A Critical Review". **International Small Business Journal**. C.27. 2009.
- MASON, Colin M. "The lifecycle of Entrepreneurial Ventures". **International Handbook of Entrepreneurship**. 2007.

- MASON, Colin M. ve HARRISON, R.T. “Is It Worth? The Rates of Return from Informal Venture Capital Investments”. **Journal of Business Venturing**. C.17. 2002.
- MASON, Colin M. ve HARRISON, Richard T. “Business angel networks and the development of the informal venture capital market in the UK: Is there still a role for the public sector?”. **Small Business Economics**. C.9. 1997.
- MASON, Colin M. ve HARRISON, Richard T. “Measuring Business Angel Investment Activity In The United Kingdom:A Review Of Potential Data Sources”. **Venture Capital**. 2008. C.10.
- MAYFIELD, William. “What is informal venture capital and who are angels?”. **Kansas Economic Report**. 2000. C.28.
- MIT Entrepreneurship Center. **Venture Support Systems Project:Angel Investors Release1.1**. 2000.
- MORRISSETTE, Stephen G. “A Profile of Angel Investors; An Invisible Driver Of Economic Growth”, **The Journal Of Private Equity**. 2007.
- MOTHERSILL, W. Daniel (Ed.). “Age Of The Angel:Best Practices For Angel Groups”. **National Angel Organization, Canada**. 2009.
- MURRAY, Gordon. “Early Stage Venture Capital Funds, Scale Economics And Public Support”. **Venture Capital**. 1999.
- OECD. **Financing High Growth Firms:The Role of Angel Investors**. 2011.
- OSNABRUGGE, Mark Van ve ROBINSON, Robert J. “Angel Investing: Matching Start-up Funds with Start-up Companies”. **San Francisco:Jossey Bass**. 2000.
- OSNABRUGGE, Mark Van ve ROBINSON, Robert J. “Matching Start-Up Funds With Start-Up Companies”. **The Guide For Entrepreneurs, Individual Investors,And Venture Capitalists**. 2000.
- OSNABRUGGE, Mark Van. “A Comparison Of Business Angel And Venture Capitalist Investment Procedures:An Agency-Based Theory Analysis”. **Venture Capital**. C.2. 2000.
- ÖZDEMİR, Damla. “Private sector alternatives to SME financing in a growing economy: The case of Turkey”. **TEPAV**. 12.May.2012.
- PAYNE, Bill. “Methods for Valuation of Seed Stage Startup Companies”. **ACA**. 2013.

- PAYNE, Bill. "Scorecard Valuation Methodology: Establishing The Valuation of Pre-Revenue, Start-Up Companies". <http://billpayne.com/wp-content/uploads/2011/01/Scorecard-Valuation-Methodology-Jan111.pdf>. (Erişim Tarihi:15.01.2014).
- PAYNE, Bill. "Startup Valuations: The Venture Capital Method". **Enabling Entrepreneurs**. <http://billpayne.com/2011/02/05/startup-valuations-the-venture-capital-method.html>. (Erişim Tarihi:14.01.2014).
- PRESTON, Susan L. "Angel financing for entrepreneurs: Early stage funding for long term success". **Jossy-Bass**. 2007.
- RAMADANI, Veland. "The Importance Of Angel Investors In Financing The Growth Of Small And Medium Sized Enterprises". **International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences**. C.2. 2012.
- RESMİ GAZETE, S.28742, 21.08.2013
- RESMİ GAZETE. "Bireysel Emeklilik Tasarruf Ve Yatırım Sistemi Kanunu İle Bazı Kanun Ve Kanun Hükmünde Kararnamelerde Değişiklik Yapilmasına Dair Kanun". 29.Haziran.2012. sayı.28338.
- SHACHMUROVE, Yochanan. "An Empirical Investigation of IPO's Annualized Returns in The Last Three Decades". **Caress Working Paper**. 2000.
- SHACHMUROVE, Yochanan. "An Empirical Investigation of IPO's Annualized Returns In The Last Three Decades". **Caress Working Paper**. 2000.
- SHALMAN, William A. "The Basic Venture Capital Formula". **Harvard Business School**. 2009.
- SHALMAN, William A. "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations". **Journal of Financial Economics**. C.27. 1990.
- SHANE, Scott A. "Fool's Gold? The Truth Behind Angel Investing In America". **Oxford University Press, NewYork**. 2009.
- SILICON VALLEY BANK. "Halo Report 2013". **Angel Resource Institute**. 2013.
- SILICON VALLEY BANK. "Halo Report 2014". **Angel Resource Institute**. 2014.
- SOHL, Jeffrey E. "Angel Investing: Changing Strategies During Volatile Times". **The Journal of Entrepreneurial Finance and Business Ventures**. Vol.11. 2006.
- SOHL, Jeffrey E. "Angel Investors-Critical Initiators of Start-ups and Job Creation". **Angel Capital Association**. 17.9.2013.

- SOHL, Jeffrey E. "The Private Equity Market In The USA:Lessons From Volatility. **Venture Capital:An International Journal Of Entrepreneurial Finance**. C.5. 2013.
- SOHL, Jeffrey E. "The US Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments", **Journal of Private Equity**. 2003.
- SOHL, Jeffrey. "The Angel Investor Market In 2011:The Recovery Continues". **CVR**. 2011.
- SORHEIM, R. ve LANDSTROM, H. "Informal Investors: A Categorization,With Policy Implications". **Entrepreneurship & Regional Development** 13. 2001.
- SPK. "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları". **SPK Yatırımcı Bilgilendirme Kitapçıkları-6**. 2010.
- STUART, Paul ve WHITTAM, Geoffrey. "Business Angel Syndicates: An Exploratory Study Of Gatekeepers". **Entrepreneurial Finance, Special Issue**. C.12. 2010.
- SUDEK, Richard. "Angel Investment Criteria". **Journal of Small Business Strategy**. 2006.
- SULLIVAN, Mary Kay ve MILLER, Alex. "Segmenting The Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic, And Altruistic Investors". **Journal of Business Research**. 1996.
- VENTURE ECONOMICS. "Investment Benchmarks". **Venture Capital**. 1997.
- VENTURE ECONOMICS. "The Venture Capital Industry: Opportunities And Considerations For Investors". **Venture Economics, Inc. Needham MA**. 1985.
- VERRILL, David ve HUDSON, Marianne. "Angel Investors – Critical Initiators of Startups and Job Creation". **ACA**. 2013.
- VILLALOBOS, Luis. "Valuing Pre-revenue Companies". **Ewing Marion Kauffman Foundation**. 2007.
- WAINWRIGHT, F. "Note on Angel Investing". **Tuck School of Business at Dartmouth: Center For Private Equity and Entrepreneurship**. 2005.
- WETZEL JR., William E. "Angels and Informal Risk Capital". **M.I.T.Sloan School of Management**. 1983.
- WILSON, Fred "Failure Rates In Early Stage Venture Deals". (Çevrimiçi) <https://www.usv.com/post/failure-rates-in-early-stage-venture-deals>. (Erişim Tarihi: 12.06.2013).

- WILSON, Karen and FILIPE, Silva. "Policies for Seed and Early Finance: Findings from the 2012 OECD Financing Questionnaire". **OECD Science, Technology and Industry Policy Papers**. Y.9. 15.11.2013.
- WILTBANK Robert. "Investment Practices and Outcomes of Informal Venture Investors". **Venture Capital: International Journal of Entrepreneurial Finance**. 2005.
- WILTBANK, Robert E. "Angel Investor Performance & Strategy Data from the U.S. and U.K.". **Willamette University**.
<http://www.lincscot.co.uk/media/3838/angel%2520investor%2520performance%2520data.ppt&rct=j&q=&esrc=s&sa=U&ei=lqqpVlrbBYX0UIWvgggL&ved=0CDwQFjAI&usg=AFQjCNGkpu8CR8wJQ0pBc-cFGn8TqQNIw>. (Erişim Tarihi: 20.05.2014).
- WILTBANK, Robert E. "Siding with the Angels; Business angel Investing-Promising Outcomes and Effective Strategies". **NESTA and BBA Research Report**. 2009.
- WILTBANK, Robert ve BOEKER, Warren. **Return to Angel Investors in Groups** 2007.
- WILTBANK, Robert, READ, Stuart, DEW, Nicholas ve SARAVASTY, Saras D. "Prediction And Control Under Uncertainty: Outcomes In Angel Investing". **Journal of Business Venturing**. C.24. 2009.
- WONG, Andrew Y. **Angel Finance: The other venture capital**. C.2. 2002.
- YENİOVA, Gözde. "Yeni Teşvikler İle İş Fikirlerine Melek Yatırımcı Bulmak Kolaylaştı". **Ekonomist Dergisi**. Ağustos 2013.