



**SERMAYE PİYASASI KURULU
KURUMSAL YATIRIMCILAR DAİRESİ**

**MEZZANINE (ARA) FİNANSMANIN GİRİŞİM ŞİRKETLERİNİN
FİNANSMANINDA KULLANILMASI, GSYO VE GSYF'LER İÇİN
GETİRİLEBİLECEK ÖNERİLER**

YETERLİK ETÜDÜ

Selin YEŞİLDAL
Uzman Yardımcısı

Temmuz, 2017
Ankara

YÖNETİCİ ÖZETİ

Günümüzde finansmana erişimin daha kısıtlı hale geldiği, bankalar tarafından küçük şirketlere sağlanan kredi limitlerinin giderek azaltıldığı gözlemlenmektedir. Özellikle teknolojiye, yenilikçi fikirlere yatırım yapma hedefiyle kurulan ve uzun dönemli güvene dayalı finansman kaynaklarına ihtiyaç duyan girişim şirketlerinin finansmana erişimde zorlanması, alternatif finansman yöntemlerinin geliştirilmesi ve genişletilmesi ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda, geleneksel finansman yöntemlerine ek olarak sunulacak yeni finansman yöntemlerinin girişim şirketlerinin finansmanında kullanılabilir hale getirilmesinin, mikro düzeyde şirketlerin, makro düzeyde ise ülke ekonomilerinin büyümesi ve gelişimi için faydalı olacağı düşünülmektedir.

Kökene İtalyanca “*mezzanino*” kelimesinden gelen, kelime anlamı ise mimaride iki ana kat arasında konumlanmış “asma kat” olan “*mezzanine*”, işletme finansmanı alanında şirketlerin borç ve özkaynak bileşimi olan kaynak yapılarında borçlanma ile özkaynak arasında yer alan bir finansman yöntemidir. Bu finansman çeşidinde, alacaklılar geleneksel borçlanma araçlarının alacaklılarına kıyasen daha geç ödeme alabildiğinden ve bu enstrümanların diğer birçok araca göre likiditesi daha düşük olduğundan- bir başka deyişle mezzanine araçları görece yüksek risk taşıdığından- mezzanine yatırımcıları geleneksel borçlanma araçlarından daha yüksek bir getiri talep etmektedir. Mezzanine finansman; imtiyazlı paylar, dönüştürülebilir menkul kıymetler, ikincil derecede ödeme önceliğine sahip olan borçlanma araçları gibi çeşitli enstrümanlar aracılığıyla sağlanabilmekte, uygulamada ise çoğunlukla ikincil derecede ödeme önceliğine sahip olan borçlanma aracı (subordinated debt) formunda karşımıza çıkmaktadır. Bu finansman türü, küçük şirketlerin büyümeleri ve gelişmeleri için gerekli kaynağın sağlanması, girişim sermayesi sponsorları tarafından kaldıraçlı satışların (leveraged buyout) yapılması, gayrimenkul finansmanındaki boşluğun giderilmesi ve şirketlerin yeniden yapılandırılması gibi amaçları gerçekleştirmek için kullanılabilir. Mezzanine borçluları, genellikle büyüklükleri, yüksek kaldıraç oranları, piyasa koşulları, vb. sebeplerle finansman kaynaklarına kolaylıkla ulaşamayan, ortaklık yapısında değişikliğe gitmek istemeyen veya ortaklık yapısında değişiklik gerçekleştiremeyen özel sektör şirketleridir. Mezzanine enstrümanları, sıklıkla satın al ve tut (buy-and-hold) stratejisine sahip ve ikincil piyasada el değiştirmeye konu olmayan araçlardan olsa da, son yıllarda “jumbo mezzanine finansman” olarak betimlenen formdaki mezzanine enstrümanların nitelikli yatırımcılar arasında alım satımına konu olduğu görülmektedir.

Öz olarak mezzanine finansman, borçlanma yoluyla finansman kaynaklarına göre ikincil derecede ödeme önceliğine sahip, özkaynak ile sağlanan finansmana göre ise öncelikli olarak ödenmesi gereken bir dış kaynaktır. Mezzanine finansmanda geleneksel borçlanma araçlarına göre teminat ve/veya ipotek gerekmezken, şirketlerin esnek olarak belirleyebilecekleri ödeme koşulları ile dış kaynaklara erişimleri kolaylaşır. Bir yandan da, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nda (UFRS) belirlenen esaslara göre, sermaye benzeri yapısından ötürü daha çok şirket özsermayesi altında gösterilen mezzanine finansman, kaynak ihtiyacı olan şirketlerin sermaye rasyosunu artırarak ek finansman için borçlanma kanallarına daha kolay ulaşmalarını sağlar. Mezzanine finansörleri, kaynak aktardıkları şirketlerin gelecekte güçlü nakit akımlarına sahip olacağını beklediğinden, büyüme potansiyeli olan bu

şirketlere finansal olmayan nitelikte stratejik destek de sunmaktadır. Diğer taraftan, anılan finansman türünün, borçlanma araçları ile finansmandan daha maliyetli olması, yatırım yapılan şirket paylarının mezzanine yatırımcılar tarafından iktisap edilerek şirket kurucularının şirketteki kontrol gücünü kaybetme ihtimalinin bulunması gibi bazı negatif özellikleri de bulunmaktadır.

Tüm avantaj ve dezavantajlarıyla birlikte değerlendirildiğinde, mezzanine finansmanın, ucuz borçlanma kaynaklarına ulaşabilecek kadar güçlü finansal verilere sahip olmayan kuruluş ve yeni gelişim evresindeki girişim şirketleri ile girişim şirketlerine yatırım yapan girişim şirketi finansörlerinin (özellikle girişim sermayesi yatırım ortaklığı ve girişim sermayesi yatırım fonları) finansmanında denenmeye değer ve yaygınlaştırılması gereken bir finansman yöntemi olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, mezzanine finansman koşulları şirketler ile mezzanine finansman kaynağı sağlayıcıların yaratıcılığı ile şekillendiğinden, yapılan anlaşmalar çok çeşitli versiyonlar ortaya çıkarabilecek, böylelikle alternatif finansman kaynaklarının çoğaltılması konusunda arzu edilen ilerleme kaydedilebilecektir.

Sermaye piyasası mevzuatında girişim şirketlerinin girişim sermayesi yatırım ortaklıkları (GSYO) ve girişim sermayesi yatırım fonları (GSYF) tarafından mezzanine yöntemiyle finanse edilebilmesini mümkün kılan düzenlemelere ilaveten GSYO ve GSYF'lerin kendi finansmanlarında da mezzanine finansmanı kullanabilmelerine imkan tanıyan düzenlemelerin getirilmesinin hem bu şirketler için hem de portföylerinde yer alan şirketlere kaynak aktarmada yeni bir alternatif olacağı düşünülmektedir. Girişim şirketleri ile girişim şirketi finansörlerinin kaynak ihtiyaçlarının karşılanabilmesi adına devlet-özel işbirliği modeliyle mezzanine üst fonu kurulması ve oluşturulan ortak havuzdan yenilikçi, ileri teknoloji vaat eden küçük girişimler ile altyapı yatırımları gibi büyük projelere finansman desteği sağlanabilecek mevzuatsal altyapının oluşturulması hususu ise işbu çalışma ile getirilen bir diğer öneridir.

Yapılan araştırmalarda, mezzanine finansman alanında yapılan akademik çalışmaların kısıtlı olduğu görülmüş olup, bu çalışma ile finansal okuryazarlığın artırılması hedefiyle paralel olarak mezzanine finansmanın bilinirliğinin artırılması hedeflenmiştir. Öte yandan işbu çalışmanın, KOBİ'lerin ve girişim şirketlerinin ekonomiye katkılarının güçlendirilmesi adına teşvik mekanizmaları geliştirmek isteyen politika yapıcılara söz konusu düzenlemelerin planlanması sürecinde yol gösterici olabileceği değerlendirilmektedir. Ayrıca çalışmanın, yatırımcı tarafında gelişme potansiyeli olan girişim şirketlerine yatırım yaparak fırsatları değerlendirmek isteyen melek yatırımcılar ile kurumsal yatırımcıların, şirketler tarafında ise yenilikçi ve finansman arayışındaki genç şirketlerin alternatif bir finansman yöntemi olan mezzanine finansman hakkında farkındalıklarının artırılmasında faydalı olacağı da düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ.....	i
KISALTMALAR CETVELİ	v
ŞEKİL VE TABLO CETVELİ.....	vi
I. GİRİŞ.....	1
II. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ.....	2
2.1. KOBİ'ler ile Girişim Şirketlerinin Farklılıkları	2
2.2. KOBİ ve Girişim Şirketi Tanımlamaları.....	3
2.3. KOBİ ve Girişim Şirketlerine Sunulan Teşvikler	4
2.4. Ülke Ekonomileri Açısından Girişim Şirketlerinin Önemi.....	6
2.5. Girişim Şirketlerinin Finansmanında Kullanılan Yöntemler	7
2.5.1. Borçlanma Yoluyla Finansman Yöntemleri	8
2.5.2. Özkaynak Yoluyla Finansman Yöntemleri.....	9
2.5.3. Özkaynak ve Borçlanma Yoluyla Finansman Yöntemlerinin Farklılıkları	9
III. MEZZANINE (ARA) FİNANSMAN.....	10
3.1. Mezzanine Finansmanın Tanımı, Tarihsel Gelişimi ve Genel Özellikleri	10
Mezzanine Tanımı	10
Mezzanine Finansmanın Kısa Tarihi	10
Mezzanine Finansmanın Kullanımı	10
Mezzanine Finansman ve Bu Yöntemi Kullanarak Kaynak Sağlayan Şirketlerin Genel Özellikleri	12
3.2. Mezzanine Finansmanın Çeşitleri.....	13
3.2.1. İkinci Derecede Teminatsız Borçlanma Araçları (Subordinated Debt)	14
3.2.2. Paya Dönüştürülebilir Tahviller (Convertible Bond) ve Varantlı Borçlanma Araçları (Bond With Warrants).....	14
3.2.3. Kara Katılma Hakkı (Profit Participation Rights) ve Katılım Kredileri (Participating Loans)	15
3.2.4. İmtiyazlı Ortaklık Payları.....	15
3.2.5. Gizli Ortaklık (Silent partnership)	16
3.2.6. Mezzanine Finansman Çeşitlerine Genel Bir Bakış.....	16
3.3. Mezzanine Finansmanın Avantajları ve Dezavantajları	17
3.3.1. Mezzanine Finansmanın Sağlayabileceği Avantajlar	17
3.3.2. Mezzanine Finansmanın Dezavantajları	18
3.4. Uygulamada Mezzanine Finansman ve Genel Koşulları	19
Mezzanine Vadesi ve Getiri Yapısı	19

Mezzanine Sözleşme Hükümleri	19
Mezzanine Enstrümanların Likidite Durumu	20
Mezzanine Yatırımcısının Beklentileri	20
Mezzanine Finansmanın Holding Şirketlere Sunulması	21
IV. MEZZANINE FINANSMANIN SERMAYE PİYASALARINDA KULLANILABİLİRLİĞİ	22
4.1. Türk Sermaye Piyasalarında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonu Düzenlemelerinde Yer Alan Mezzanine Finansman Hükümleri 22	
4.2. Türk Sermaye Piyasasında Mezzanine Finansman Örneği	24
4.2. Devlet-Özel Sektör İşbirliği Fon Modelleriyle Girişim Şirketlerine Finansman Sağlanmasına İlişkin Ülke Uygulamaları	26
V. ÜLKEMİZDE MEZZANINE FINANSMAN YÖNTEMİNİN GİRİŞİM SERMAYESİ ALANINDA KULLANILMASIN İLİŞKİN ÖNERİLER	29
5.1. Mezzanine Finansmanda Kullanılacak Uygun Enstrümanın Belirlenmesi	29
5.2. Mezzanine Finansman Yöntemiyle GSYO'lar ile GSYF'lere Kaynak Sağlanması ...	30
5.3. Mezzanine Finansmanın Kullanım Alanları	31
VI. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ	32
KAYNAKÇA	35

KISALTMALAR CETVELİ

AMYF	: Avrupa Melek Yatırım Fonu
DVI	: Dutch Venture Initiative
EAF	: European Angels Fund
EIB	: European Investment Bank
EIF	: European Investment Fund
FAVÖK	: Faiz ve Vergi Öncesi Kar
GEM	: Küresel Girişimcilik Endeksi
GİSDEP	: Girişim Sermayesi Destekleme Programı
GİSEP	: Türkiye Girişimcilik Stratejisi ve Eylem Planı (2015-2018)
GSYF	: Girişim Sermayesi Yatırım Fonu
GSYO	: Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı
IOSCO	: Board of The International Organization of Securities Commissions
KOBİ	: Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler
KOSGEB	: T.C. Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı
LBO	: Leveraged Buyouts (Kaldıraçlı Satın Alma İşlemleri)
LFF	: Luxembourg Future Fund
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
PPP	: Public Private Partnership (Özel Kamu İşbirliği)
PYŞ	: Portföy Yönetim Şirketi
SBA	: Small Business Act (Avrupa Küçük İşletmeler Yasası)
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜSİAD	: Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği
TVF	: Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş.
UBS	: Union Bank of Switzerland

ŞEKİL VE TABLO CETVELİ

ŞEKİL ve TABLO LİSTESİ

Şekil 1: Girişim Şirketlerinin Gelişim Aşamaları ve Finansman Türleri

Şekil 2: Girişim Şirketlerinin Finansal Döngüsü

Şekil 3: Girişim Şirketlerinin Kaynak Yapılarında Farklı Finansman Kaynaklarının Yeri

Şekil 4: Finansman Boşluğunu Doldurmada Mezzanine Finansman

Tablo 1: Girişimci ile KOBİ Farklılıkları

I. GİRİŞ

Ülke ekonomileri için kilit öneme sahip olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin (KOBİ), buldukları sektöre dinamizm kazandırarak ekonomik performansın gelişimine ve yeni iş fırsatları yaratılmasına katkı sağladıkları bilinmektedir. Yenilikçi ürünler sunma, girişimciliğin ve rekabetin geliştirilmesi gibi konularda KOBİ'ler ekonomide itici bir güç oluşturmaktadır. KOBİ'lerin gelişimi ve sektörde tutunmaları büyük ölçüde inovasyona, yeniden yapılanmaya ve kalite geliştirmeye yönelik yatırım yapma potansiyellerine bağlıdır (Vasilescu. 2010: 57). Diğer taraftan, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde KOBİ'lerin finansmana erişimde yaşadığı zorluklar, ekonomiye sağlayabilecekleri potansiyel katkıların önünde bir bariyer olmaktadır. Girişim şirketlerinin finansman kaynaklarına erişimi bu işletmelerin kurulması, büyümesi ve istihdam yaratması için gerekli önkoşuldur; son yıllarda hükümetler KOBİ'leri ve girişimcileri ekonomik büyümenin ve sosyal dayanışmanın önemli bir kaynağı olarak görmektedir (OECD. 2016: 1). Bu doğrultuda, dünya genelinde genç ve inovatif girişim şirketlerinin finansmanında hükümetler tarafından teşvik politikaları geliştirilmekte, özellikle banka dışı kaynak kullanımının özendirilmesine yönelik çeşitli çalışmalar yapılmaktadır. OECD tarafından 2016 yılında yayımlanan çalışmaya¹ göre, KOBİ'ler ve girişim şirketlerinin alternatif yollarla finansmanı sayesinde mevcut finansman boşluğunun giderilebileceği değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, KOBİ'lerin ve girişim şirketlerinin finansman açığının kapatılması için alternatif finansman yöntemlerinin hükümet politikalarıyla gündeme getirilmesi, fayda-maliyet analizleri yapılarak ülke ekonomisine faydalı olacağı düşünülen alanlarda gerek duyulması halinde teşvik mekanizmaları oluşturulmasının uygun olacağı düşünülmektedir.

Bu çalışmada, girişim şirketlerinin alternatif finansman yöntemlerinden 2008 krizi sonrasında ön plana çıkan “mezzanine” finansmanın ülkemizde girişimcileri destekleyecek bir yöntem olarak kullanılabilirliği incelenecektir. 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ile sermaye piyasası mevzuatına getirilen yeniliklerle beraber girişim sermayesi yatırım ortaklığına (GSYO) ilişkin düzenlemeler genişletilmiş, girişim sermayesi yatırım fonlarının (GSYF) kurulması ve yönetilmesine ilişkin yeni uygulamalar yürürlüğe konulmuştur. Bu çalışma ile, bir amacı da ekonomiye katma değeri yüksek girişimlerin kurumsal yatırımcılar tarafından desteklenmesi olan yeni sermaye piyasası düzenlemelerinden olan mezzanine finansmanın detaylı olarak incelenmesi ve girişim şirketlerinin sermaye piyasası araçları yoluyla finansmanının artırılmasına katkı sağlanması amaçlanmaktadır.

Çalışmanın işbu bölümü takip eden ikinci bölümünde, girişim sermayesinin dünyadaki ve ülkemizdeki yerinden ve öneminden kısaca bahsedilerek, girişim şirketlerinin finansman kaynaklarına değinilecektir. Bu bölümde ayrıca, girişim

¹ Financing SMEs and Entrepreneurs 2016, OECD.

şirketlerinin finansmanında kullanılan geleneksel yöntemlerden, bir başka deyişle borçlanma ve özkaynak yoluyla finansman yöntemlerinden bahsedilecektir.

Üçüncü bölümde, alternatif finansman yöntemi olarak mezzanine finansmanın kısa tarihine, genel özelliklerine yer verilerek mezzanine finansmanda kullanılan finansal enstrüman çeşitlerinden bahsedilecek ve mezzanine finansmanın şirketlere sağlayabileceği avantaj/dezavantajlara yer verilecektir.

Dördüncü bölümde ise, mezzanine finansman yönteminin sermaye piyasaları yoluyla girişim şirketlerinin finansmanında kullanılabilirliği incelenecek, bu inceleme tüm kurumsal yatırımcıları kapsayacak şekilde değil, GSYO'lar ve GSYF'lerin kullanımı ile sınırlı olarak yapılacaktır. Bu kapsamda, ülkemiz sermaye piyasalarında GSYO ve GSYF düzenlemelerinde yer alan mezzanine finansmana ilişkin hükümlere ve sermaye piyasasında güncel mezzanine finansman örneklerine yer verilerek mezzanine finansman kullanımına ilişkin yurt dışında kullanılan bazı uygulamalardan öz itibarıyla bahsedilecektir. Çalışmanın beşinci bölümünde, her ne kadar ülkemizde girişim sermayesi sektöründe daha çok uzun vadeli enerji/alt yapı yatırımlarında kullanıldığı görülse de, mezzanine finansman yönteminin girişim şirketlerine geleneksel yöntemlere kıyasen getirebileceği ek faydalar ile sunulabilecek diğer öneriler değerlendirilecektir.

Çalışmanın sonuç bölümünde ise, girişim şirketlerinin finansmanında kurumsal yatırımcıların profesyonel yaklaşımı ile alternatif finansman kaynağı olan mezzanine finansmanın kullanılmasına ilişkin genel değerlendirmelere yer verilecektir.

II. DÜNYA'DA VE TÜRKİYE'DE GİRİŞİM SERMAYESİ

2.1. KOBİ'ler ile Girişim Şirketlerinin Farklılıkları

Dünya genelinde girişimcilik ve KOBİ kavramlarının her ikisi de ekonomik büyüme ve gelişmenin kaynakları olarak gösterilmektedir. Girişimci ve KOBİ'ler aynı amaçlara ulaşmaya çalışsalar da, terminolojide "girişimcilik" ve "KOBİ" birbirinden farklı anlamlar içermektedir. Girişimcilik, bir işletme yaratma veya KOBİ olma hedefiyle yönetilen bir süreç iken, KOBİ'ler yalnızca işletmenin kendisini ifade etmektedir (Ossai ve Lucky. 2012: 488). Literatürde, aynı hedeflere sahip olmaları, ekonomik büyümeye ve istihdama sağladıkları katkıların önemli oluşu gibi benzerliklere ek olarak her iki yapıda da başarı ya da başarısızlıkları belirleyen faktörlerin aynı olduğunu belirten görüşler bulunmaktadır. Ayrıca, girişimci ile KOBİ sahiplerinin (SME owners) girişken, sabırlı, yüksek standartta iş ortaya koymaya hevesli, sorumluluk alan yapıda olmaları sebebiyle benzer özellikler taşıdıkları uzun yıllardır gözlemlenmektedir. Farklı olarak ise, girişimciler yeni iş fırsatları keşfetmeye çabalarken, KOBİ sahipleri firmalarının yönetimsel faaliyetleri ile ilgilenirler. Mal ve hizmet üretimi yapan KOBİ'ler, girişimcilerin aksine yeni iş fırsatlarını kovalamaya meyilli değildir. Bir başka ifadeyle belirtmek gerekirse, KOBİ'lerin kendisi girişimcilik sonucu ortaya çıkan bir ürün niteliğinde olduğundan aynı zamanda girişim

şirketi olarak anılabilir; ancak her girişim şirketi KOBİ olma sonucuna erişemeyebileceğinden bu ifadelerin birbirlerinin yerine kullanılması uygun olmamaktadır.

Bu kapsamda, girişimci ile KOBİ'lerin özelliklerine karşılaştırmalı olarak aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Tablo 1: Girişimci ile KOBİ Farklılıkları

	Girişimci	KOBİ
Büyüklik	Büyük, Orta veya Küçük	Küçük ve Orta
Amaç	Yeniliği keşfetmek ve işletmeyi kurmak	Üretim, alım ve satım yapmak
Risk Seviyesi	Değişken	Görelî düşük
Sektör	Özel, kamu ve kar amacı gütmeyen	Yalnızca özel sektör
Anahtar nitelikler	Yenilik, yaratıcılık, büyüme	Düşük yenilikçilik, ortalama düzeyde büyümeyi etkin yönetimle sürdürmek
Büyüme Odağı	Yüksek	Değişken

Kaynak: Ossai ve Lucky, 2012'den derlenmiştir.

2.2. KOBİ ve Girişim Şirketi Tanımlamaları

Avrupa Birliği Komisyonu'na (Komisyon) göre KOBİ'ler; 250 kişiden az çalışmanı olan ve yıllık satış hasılatı 50 milyon Avro'dan ve/veya yıllık bilançosu 43 milyon Avro'dan düşük mikro, küçük ve orta ölçekli işletmeler olarak tanımlanmaktadır (Avrupa Birliği Komisyonu. 2016). Komisyon tarafından ekonomik büyümenin diğer sac ayağı olarak görülen girişimcilik kavramı ise çeşitli kaynaklarda farklı şekillerde tanımlanmaktadır. Tarihsel olarak baktığımızda, "girişimci" olarak Türkçe'ye çevrilen "entrepreneur" Fransızca kelime "entreprendre"den gelmektedir ve anlamı "bir şey yapmak"tır (TÜSİAD. 2002: 33), (Westhead ve Wright. 2000). 20. yüzyılda ortaya çıkan girişimcilik teorisine göre, girişimci risk alarak yenilik (innovation) yapan kişidir (TÜSİAD. 2002: 33). Komisyonun resmi internet sitesinde girişimcilik, kişilerin fikirlerini aksiyona dönüştürebilme yetisi olarak tanımlanmaktadır.

OECD'nin girişimci için yaptığı tanım ise şu şekildedir: "*Girişimci, yeni ürün, süreç veya pazarları tespit edip bunları kullanmak vasıtasıyla yeni bir ekonomik faaliyet başlatarak veya var olan bir ekonomik faaliyeti büyütürük değer yaratan kişidir. Bu tanıma göre girişimci sadece eylemleriyle değil, eylemlerinin sonuçlarına göre değerlendirilmektedir. Girişimci zaman, fikir ve diğer kaynaklarını kullanarak yatırım yapar ve risk ve belirsizlik içeren bir faaliyet başlatır. Bu faaliyetin gerçekleştirilmesiyle "yeni", yani öncekilerin yok olmasına yol açacak sonuçlar ortaya çıkmalı ve ekonomik ve/veya sosyal bir değer oluşmalıdır.*"

KOSGEB tarafından hazırlanan Türkiye Girişimcilik Stratejisi ve Eylem Planı'nda (GİSEP. 2015-2018: 9) girişim sermayesi, girişim şirketlerine ortak olma veya borçlanma araçlarına yatırım olarak belirtilmiştir. Sermaye piyasası mevzuatında ise girişim şirketleri, *Türkiye'de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketler* olarak tanımlanmıştır. Ayrıca sermaye piyasası mevzuatında yurt dışı uygulamalarından farklı olarak girişim sermayesi (private equity) ve risk sermayesi (venture capital) arasında bir fark gözetilmeyerek her iki kavram kapsamındaki yatırımlar birlikte "girişim sermayesi yatırımları" olarak değerlendirilmektedir.

2.3. KOBİ ve Girişim Şirketlerine Sunulan Teşvikler

Dünya genelinde, KOBİ'lerin ve girişim şirketlerinin finansman kaynaklarına erişiminin kısıtlı olmasının bu şirketlerin büyümeleri önündeki en büyük engellerden biri olduğu bilinmekte ve tespit edilen engellerin aşılmasına yönelik çeşitli politikalar oluşturulmaktadır. OECD ülkelerinde yapılan araştırmaya göre, 2008 krizi sonrasında KOBİ'lere kullandırılan kredilerde azalma meydana geldiği, günümüzde de birçok ülkede de KOBİ'lere sağlanan kredi tutarının kriz öncesi seviyelere ulaşmadığı görülmektedir. Yapılan araştırmada, dünya ekonomisinde önemli role sahip ülkeler tarafından uygulanan genişletici para politikalarına paralel olarak KOBİ'lerin kredi maliyetlerinde azalma olsa da, OECD ülkelerinde KOBİ'lerin büyük ölçekli firmalara kıyasla ortalamada yıllık %1,52 daha yüksek oranda kredi faizine maruz kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır (OECD. 2016: 3).

Avrupa Birliği Komisyonu, girişimcilerin finansmana erişimlerinin kolaylaştırılması adına kredi ve girişim sermayesi teşviklerini artırarak fon kaynaklarını geliştirmeye çalışmaktadır. Avrupa genelinde belirlenen bu teşvikler girişimcilere doğrudan fon sağlamayıp, aracı kuruluşlar, girişim sermayesi organizasyonları veya bölgesel otoriteler yoluyla dolaylı olarak finansman kaynağı yaratılmaktadır. KOBİ'lere sağlanan destek sadece finansal anlamda değil, oluşturulan interaktif portallar aracılığıyla girişim şirketlerinin yurt dışında, Avrupa genelinde veya uluslararası düzeyde faaliyetlerini sürdürebilmeleri için gereken pazara/teknolojiye erişimi, şirket bilinirliğini artırma gibi finansal olmayan nitelikte olabilmektedir. Ayrıca, 25 Haziran 2008'de kabul edilen Avrupa Küçük İşletmeler Yasası (Small Business Act –SBA) küçük işletmelerin gelişimi için politika ve ilkeleri içermektedir. AB 2020 Girişimcilik Eylem Planı'nda ise, Avrupa'da girişimcilik ruhunu canlandırmaya, girişimcilerin önündeki engelleri kaldırmaya yönelik hedefler belirlenmiştir.

Avrupa Birliği'nde girişim şirketlerinin erken dönem yatırımları için risk sermayesi (çekirdek sermaye ve başlangıç sermayesi) ile genişleme evresi için risk sermayesinin finansmanının daha rahat sağlanması adına mikro kredi garantisi sunulması, özsermaye veya benzeri yatırımlar ile krediler için teminat verilmesi,

KOBİ'lerin portföylerinde yer alan borç finansmanlarının menkul değere çevrilmesi gibi destek mekanizmaları öngörülmüştür.

ABD'de, "start-up Amerika inisiyatifi" adı altında yüksek büyüme hızına sahip girişimcilerin öne çıkarılması ve geliştirilmesi amacıyla 5 temel alana odaklanılmıştır. Bu alanlar; hızlı büyüme potansiyeli olan yeni girişimcilerin finansmana erişiminin kolaylaştırılması; girişimciler için eğitim ve mentörlük programlarının yaygınlaştırılması; hızlı büyüme potansiyeli olan yeni girişimcilerin önündeki bürokratik engellerin azaltılması; federal bütçe ile desteklenen Ar-Ge çıktılarının ticarileştirilmesiyle yenilikçiliğin hızlandırılması; büyük işletmeler ve yeni girişimciler arasında işbirliği oluşturulması başlıklarıyla ifade edilmiştir.

Japonya'da ise, esnek koşullar içeren finansman paketleri, stoklar ve alacaklar teminat gösterilerek alınan krediler, alacakların vadelerinden önce nakde çevrimini sağlayan programlar, işletmelerin küreselleşmesi için sağlanan destek mekanizmaları, proje bazlı destek yaklaşımı, bölgesel kaynakların kullanımının teşviki, yerel markaların gelişimi yönünde sağlanan destekler girişim şirketlerinin finansmanında geliştirilen politikalar arasında sayılabilir (GİSEP. 2015-2018: 18).

2015-2018 dönemine ilişkin girişimciliği yaymak ve girişimcilerin desteklenmesi için gerçekleştirilecek planlar ve ulaşılabilecek hedeflerin belirlendiği GİSEP'te yapılması gerekenler altı temel başlıkta sıralanmıştır. Stratejik hedefler; girişimci dostu düzenleyici çerçevenin geliştirilmesi; yenilikçi girişimciliğin desteklenmesi; kadın girişimciliği, genç girişimcilik vb. öncelikli tematik alanlarda ve genel alanlarda sürdürülebilir bir destek sisteminin geliştirilmesi ve uygulanması; girişimcilik kültürünün geliştirilmesi; girişimcilik eğitimlerinin yaygınlaştırılması ve girişimcilere yönelik danışmanlık sisteminin geliştirilmesi; ve girişimcilerin finansmana erişiminin kolaylaştırılması olarak belirlenmiştir. Finansmana erişimin kolaylaştırılması hedefinin alt başlıklarından birisi de yeni alternatif finansal araçların geliştirilmesine ilişkin araştırmalar yapılacağına ilişkindir. Buna ilaveten, söz konusu eylem planında finansmana erişimde tespit edilen engellerin aşılması adına finansman eksikliğinin en çok hissedildiği girişimciliğin erken aşamasına yönelik en az bir üst fon kurulmasının destekleneceği, girişim sermayesi sistemine ilişkin üst fonların kamu tarafından desteklenmesinin sağlanacağı da ifade edilmiştir. Küresel Girişimcilik Endeksi'nin (GEM) Türkiye'de yürüttüğü 2013 yılı araştırma raporuna göre, gelişmekte olan ülkelerde %29,09, gelişmiş ülkelerde ise %14,27 olan potansiyel girişimcilerin oranının ülkemizde %32 olduğu, ülkemizdeki insanların iş kurma cesaretinin ise yüksek düzeyde olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ülkemizde yüksek potansiyele sahip olduğu görülen girişimcilerin etkin politikalar ile teşvik edilmesinin ülke ekonomisine ciddi katkılar sağlayacağı aşıkardır.

Görüldüğü üzere, dünya genelinde KOBİ'lerin gelişimi ve girişimlerin özendirilmesi için çeşitli hedefler belirlenerek söz konusu hedefler çerçevesinde girişim

şirketlerinin ekonomide potansiyellerine ulaşabilmeleri için politikalar oluşturulmaya devam edilmektedir. Yukarıda örneklerine yer verilen ülke ekonomilerinde ve ülkemizde, girişim şirketlerinin desteklenmesine yönelik oluşturulan teşvik mekanizmalarında en belirgin olan ortak özelliklerin girişimcilik eğitimlerinin yaygınlaştırılması ve girişim şirketlerinin finansmana erişiminin kolaylaştırılması olduğu anlaşılmaktadır.

2.4. Ülke Ekonomileri Açısından Girişim Şirketlerinin Önemi

KOBİ'ler ekonomik büyüme ve dönüşümde, sürdürülebilir ve dengeli ekonomik büyümeye, istihdama ve sosyal istikrara katkı sağlamada ve ekonomide pozitif değer yaratmada önemli aktörlerdir (IOSCO. 2016: 2). 2015 itibari ile Avrupa Birliği'nde 23 milyon adet KOBİ'nin reel ekonomi girişimlerinin %99,8'ine denk geldiği, 91 milyon kişiye (toplam işgücünün %66,8'i) istihdam sağladığı, %57,4 oranında (3.700 milyar Euro değerinde) katma değer yarattığı görülmüştür (EIF. 2016). Avrupa Birliği Komisyonu tarafından yayımlanan KOBİ tanımına yönelik kullanıcı rehberinde ise, her on girişimden dokuzunun KOBİ tanımında yer aldığı, özel sektörde yeni yaratılan her üç kişilik istihdamın ikisinin KOBİ kaynaklı olduğu vurgulanmaktadır. Bu yüzden, Avrupa Komisyonu'nun resmi internet sitesinde Avrupa ekonomisinin belkemiği olarak adlandırılan KOBİ'lerin yaratılan yeni istihdama katkısının %85 oranında olduğu ve Avrupa Komisyonu'nun KOBİ'ler ile girişim şirketlerini ekonomik büyüme, inovasyon, istihdam yaratma ve sosyal entegrasyon sağlamada en önemli aktör olarak gördüğü ifade edilmektedir (Avrupa Birliği Komisyonu. 2016).

Türkiye'de 2015 yılı istatistiklerine² göre, KOBİ'ler toplam girişim sayısının %99,8'ini, istihdamın %74,2'sini, maaş ve ücretlerin %54,7'sini, cironun %63,8'ini, faktör maliyetiyle katma değerinin %52,8'ini ve mal üretimine ilişkin brüt yatırımın %53,3'ünü oluşturmuştur (KOSGEB. TÜİK. 2015).

Ekonomiler için kritik öneme sahip olmalarına rağmen girişim şirketlerine yapılan yatırım, doğası gereği görece yüksek riskli olduğu için, bu şirketlerin finansmana erişimleri sınırlıdır. Özellikle 2008 krizi sonrası finansal regülasyonlarda getirilen sıkılaştırma politikaları ile birlikte bankaların kullandıkları kredilerde ek şartlar arayan korumacı tutumları KOBİ'ler ve girişim şirketleri için finansman açığı yaratmakta, bu sebeple de bu şirketlerin sermaye piyasaları kanalıyla ve alternatif finansman yöntemleriyle finansmanı daha da önem kazanmaktadır. Girişim şirketlerinin mevcut sistemde finansmana erişim sağlayamamaları sebebiyle işletme kurmaktan vazgeçmeleri ya da kepenk kapatmayı tercih etmeleri ülke ekonomileri için potansiyel kayıp teşkil etmektedir. Bir diğer tehlike ise, yeterli finansmana erişemeyen girişimcilerin kayıtlı ekonomiyi terk edip işletmelerini vergiler ve regülasyonlardan kaynaklı maliyetlerden kaçırarak kayıt dışı ekonomide faaliyetlerine devam etmeleri ve

² Türkiye Girişimcilik Stratejisi ve Eylem Planı (2015-2018), KOSGEB.

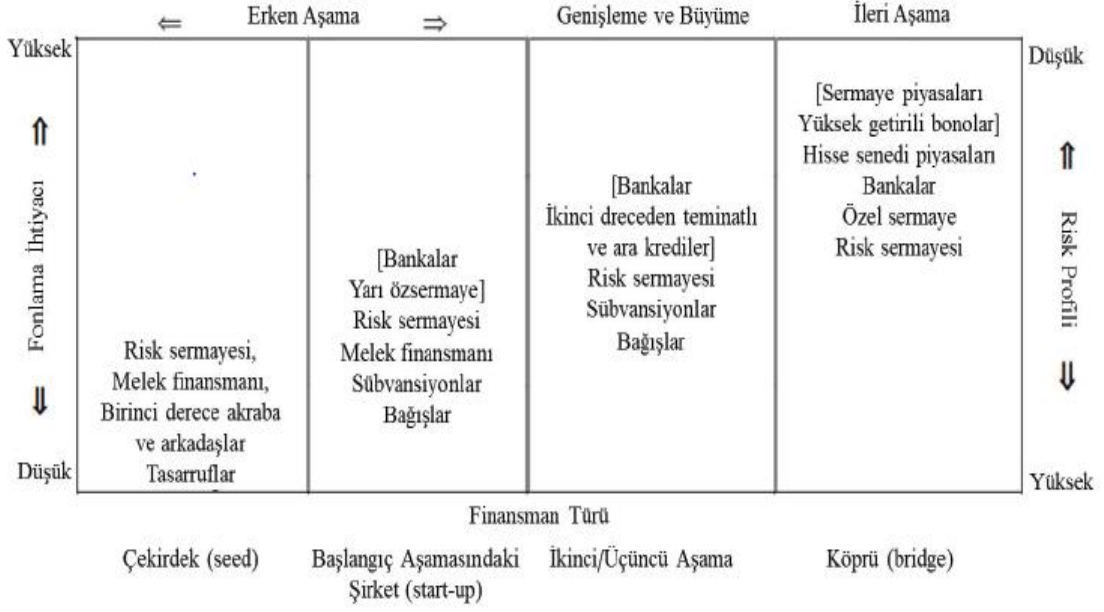
bunun doğal sonucu olarak ekonomik büyüme ve istihdamda beklenen katkıyı sağlayamamalarıdır.

2.5. Girişim Şirketlerinin Finansmanında Kullanılan Yöntemler

İşletmeler kuruluşlarından belirli bir büyüklüğe ulaşıncaya kadar belirli evreler geçirmekte, her bir evreye geçiş aşamasında farklı nitelikte ve boyutta finansman kaynağına ihtiyaç duymaktadırlar. İşletme büyüklüklerine göre finansman türleri şu şekilde gruplanabilir: proje aşamasında çekirdek sermayenin finansmanı (seed capital), başlangıç sermayesinin finansmanı (start-up capital), üretim (erken aşama) ve piyasaya giriş aşamasında (geçit aşaması) finansman (early stage and gate financing), piyasada tutunma aşamasında (köprü) finansman (bridge financing). Fikir aşamasının finansmanı evresinde, bir başka ifadeyle çekirdek sermayenin finansmanında iki türlü seçenek söz konusudur: Birincisi, girişimcinin payını bozmadan, büyük çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketi kullanmak; ikincisi ise, borçlanma oranını en düşük düzeyde tutarak dışarıdan yeni ortak kabul etmektir (Bayar. 2012: 3). Girişimciler genellikle şirket kurma aşamasında kişisel kaynaklarını, aile üyelerinden ve kişisel çevrelerinden edindikleri borçları, vb. kullanarak finansman sağlayıp sonraki aşamalarda ise melek yatırımcılar ve risk sermayedarları tarafından destek görmektedirler. Özellikle, başlangıç aşamasındaki (start-up) yüksek risk-getiri profiline sahip şirketlerin çekirdek sermayeleri genellikle melek yatırımcılar tarafından finanse edilmekte, bu profildeki şirketler geleneksel banka kredilerine neredeyse hiç ulaşamamaktadır. Şirketler büyüdükçe finansman kaynaklarına erişimleri daha kolay hale gelse de, büyüme evresinin ilk dönemlerindeki şirketler, finansal ve operasyonel anlamda yeterli olgunluğa ulaşmış şirketlere kıyasen finansmanda daha yüksek faiz oranlarına maruz kalmaktadırlar.

Şekil 1'de girişim şirketlerinin gelişim aşamalarına ve her bir aşamada risk profili ve fonlama ihtiyacına bağlı olarak kullanılan finansman yöntemlerine yer verilmektedir. Şekilden de anlaşılacağı üzere, girişim şirketlerinin çekirdek sermayesinin finansmanında bireysel tasarruflar, birinci derece akraba ve yakınlardan elde edilen kaynaklar ve melek finansman kullanılırken, bankacılık ve sermaye piyasalarından kaynak edinme ihtimali zayıftır. Şirket büyüdükçe risk seviyesi düşmekte ve bu doğrultuda finansman kaynakları git gide çeşitlenmektedir; ancak sermaye piyasalarının bir finansman kanalı olarak kullanılması ancak köprü finansman ihtiyacının doğmasıyla gündeme gelmektedir.

Şekil 1: Girişim Şirketlerinin Gelişim Aşamaları ve Finansman Türleri



Kaynak: Bayar, Yılmaz. 2012.

2.5.1. Borçlanma Yoluyla Finansman Yöntemleri

Borçlanma araçları yoluyla finansman kaynakları vade yapılarına göre ayrıştırılmaktadır. Ülkemizde, kısa vadeli finansman kaynakları bir yıldan kısa sürede geri ödenmesi gereken ve genellikle işletme sermayesinin finansmanı için alınan borçlardan oluşmaktadır. Diğer taraftan, orta vadeli finansmanın vadesi 1-5 yıl, uzun vadeli finansman kaynaklarının vadesi ise ortalama 5-8 yıl aralığındadır. Borç yoluyla finansmanda şirketler tarafından dünya genelinde en çok banka kredilerinin kullanıldığı bilinmektedir. Banka kredilerinin yanı sıra, finansal kiralama, faktöring, forfaiting, finansman bonusu, tahvil ihracı gibi seçenekler de borçlanma yoluyla finansman kaynaklarıdır.

Girişim şirketlerinin ülkemizde ve dünya genelinde banka kredilerini yoğun bir şekilde kullandıkları görülmektedir. Borçlanma yoluyla finansman sağlayan şirketler bu kaynak karşılığında ödeyecekleri faizi ilgili dönemde vergiye esas matrahtan düştikleri için bu finansman yönteminde vergi avantajı söz konusudur. Diğer taraftan, öz olarak şirketlerin toplam borçlarının toplam özsermayelerine oranı olarak tanımlanabilecek kaldıraç oranı, şirketlerin borçlanma araçları yoluyla yeni finansman elde edebilmeleri için kaynak sağlayan kuruluşlar açısından önemli bir göstergedir. Kaldıraç oranı yükseldikçe, bir başka deyişle şirketlerin özsermayelerine kıyasen borçluluk oranları arttıkça, şirketlerin borçlarını geri ödeyememe riski artmakta; bu durum da şirketlerin borçlanma kanalıyla yeni finansman kaynaklarına ulaşmalarının önünü tıkamaktadır. Kaldı ki, kuruluş ve başlangıç aşamasındaki girişim şirketleri doğaları gereği yüksek risk taşıdıklarından banka kredilerine neredeyse hiç ulaşamamaktadır.

2.5.2. Özkaynak Yoluyla Finansman Yöntemleri

Risk sermayedarları olarak girişim şirketlerine özellikle başlangıç aşamasında kaynak sağlayan finansörler yüksek riskli olmalarına rağmen yüksek getiri potansiyeli olan şirketleri araştırıp yatırım değerlendirmesi yapmakta uzmandırlar. Literatürde risk sermayesi çevrimi (venture capital cycle) olarak bilinen döngüde; risk sermayedarları, finansmanın yanında danışmanlık hizmeti de sundukları projelerin belirli bir seviyeye ulaşarak piyasadaki diğer yatırımcılar tarafından ilgi görmesi sonucu bu projelerden beklenen karı realize edip yeni risk sermayesi yatırımlarını finanse etmek için çıkış yaparlar. Bir diğer finansman kaynağı olarak genellikle varlıklı kişiler ve aile gruplarından oluşan melek yatırımcılar ise beğendikleri ve gelişmesini istedikleri yüksek riskli işlere kaynak sağlamaktadırlar. Hem risk sermayedarları hem de melek yatırımcılar girişim şirketlerine sağladıkları kaynak karşılığında bu şirketlerden belirli oranda pay edinirler. Bu finansman yöntemiyle, kaynak sağlamak adına mevcut ortaklar haricindeki kişilere pay satışı yapan girişimcilerin yönetimde yeterli söz sahibi olamama riski doğmaktadır. Diğer taraftan, yeni ortaklara sağlanan kar payları, borçlanma araçları faizi gibi vergi matrahından gider olarak düşürülememektedir. Karşılaştırmak gerekirse özkaynak yoluyla finansmanın maliyeti borçlanma maliyetlerinin üzerindedir.

2.5.3. Özkaynak ve Borçlanma Yoluyla Finansman Yöntemlerinin Farklılıkları

Borçlanma yoluyla finansman, belirli bir vadesi olan, anapara ve faiz ödemelerinin periyodik olarak yapıldığı bir finansman çeşididir. Şirketlere sağlanan borçlar genellikle kısa vadeli iken, uzun vadeli olarak betimlenen borçlar ise ortalamada yedi ila on yıl aralığındadır. Özkaynak yoluyla finansman ise doğası gereği, yatırımcıların şirkete ortak olarak uzun dönemli yatırım yaptıkları, dolayısıyla belirli bir vadesi bulunmayan finansman kaynağıdır. Diğer taraftan, borçlanma yoluyla finansmanda periyodik ödemelerde temerrüde düşülmesi halinde borç veren yatırımcıların ödeme talepleri şirketleri stresli zamanlarda daha zora sokmakta, bu durum şirketi iflasa kadar sürüklemektedir (Worth. 2015). Özkaynak finansmanında ise tüm ortaklar riski birlikte üstlenmektedir, bu sayede şirketin zora düştüğü zamanlarda kar payı veya farklı isimler altında şirketten ödeme talep etmemektedirler.

Faaliyetlerine yeni geçmiş, düzenli karlılık göstergesi olmayan veya zarar yazan şirketlerde belirsizlik fazla olduğundan risk primi yüksektir. Yüksek risk primi dolayısıyla yüksek borçlanma maliyetlerine maruz kalan ve geleneksel banka kredilerine ulaşamayan küçük ölçekteki şirketler için, şirkete yeni ortak edinmek suretiyle finansman sağlama yöntemi daha avantajlı olmakta, bir başka deyişle bu şirketler için özkaynak yoluyla finansman daha iyi bir seçenek haline gelmektedir.

III. MEZZANINE (ARA) FİNANSMAN

3.1. Mezzanine Finansmanın Tanımı, Tarihsel Gelişimi ve Genel Özellikleri

Mezzanine Tanımı

Kelime anlamı asma kat olan “*mezzanine*”, finans alanında borçlanma ve özkaynak yönteminin bir arada kullanıldığı karma finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Melez formdaki sermaye olarak nitelendirilen mezzanine, şirketlerin kaynak yapılarında ödemede önceliğe sahip olan birinci derecede borçlar (senior debt) ile özkaynak (equity) arasına yerleştirilmiştir ve bu iki katman arasında finansman boşluğu olduğu durumlarda kullanılmaktadır (Abbasi. 2004). Mezzanine yapısal olarak, ödeme önceliğinde birincil nitelikteki borçlara (senior debt) göre ikinci derecede yer alsa da, ödeme önceliği sıralamasında özkaynaktan önde gelir (Silbernagel ve Vaitkunas, 2006).

Mezzanine Finansmanın Kısa Tarihi

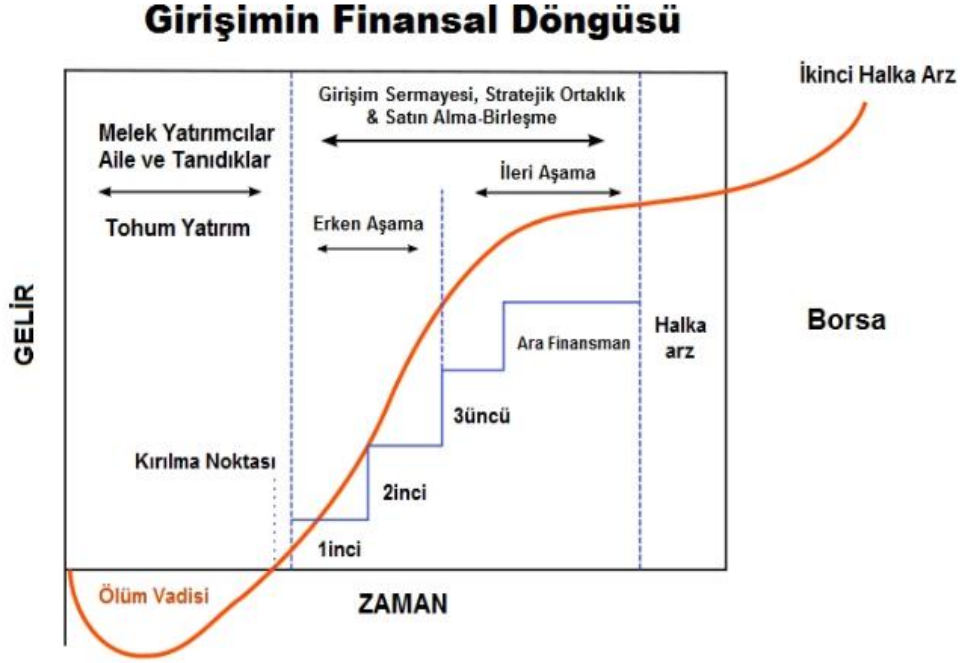
Mezzanine enstrümanları ABD’de yüksek getirili çürük tahvil (high-yield junk bond) olarak da bilinen araçlarla beraber 1980’li yıllarda kaldıraçlı işlemlerde yaygın bir şekilde kullanılıyordu (Willis ve Clark. 1989). ABD’ye kıyasen Avrupa’da, kaldıraçlı satın alma (LBO) işlemlerinin yaygın olduğu İngiltere’de dahi, mezzanine enstrümanları çok gelişmiş değildi (Sturgess ve Leen. 1991). Ancak, geç kullanılmaya başlanmasına rağmen Avrupa’da da mezzanine piyasasının önemli ölçüde büyüdüğü gözlemlenmektedir. 2008-2009 krizi döneminde bilinirliği artan mezzanine finansman fon toplama tarafında yatırımcılara ek faiz imkanı yarattığından, bu dönemde çok sayıda finansal kuruluş mezzanine finansman sağlamak üzere bu piyasaya giriş yapmış veya halihazırda bulunan mezzanine fonlarına ilave sermaye tedarik etmişlerdir (Robinson, Fert ve Webb. 2013). Daha çok özel sermaye fonları (private equity) tarafından şirket satın alımlarında öne çıkan mezzanine sermaye, her geçen gün artan sayıda kurum tarafından kullanılmaktadır. Özellikle de büyümenin finansmanı için orta ölçekli aile şirketleri tarafından tercih edilmektedir (Kenç. 2008).

Mezzanine Finansmanın Kullanımı

Şekil 2’den de görüleceği üzere, girişim şirketlerinin finansman döngüsünde mezzanine finansmanın da yer aldığı ara finansman kaynakları, zamanlama açısından girişimin ileri aşamasında yer alan şirketler için halka arz öncesinde kullanılmaktadır. Her ne kadar literatürde yer alan çalışmalar, mezzanine finansmanın girişim şirketlerinin ileri aşama yatırımlarının finansmanı için kullanıldığını gösterse de, mezzanine finansmanın kullanımının yalnızca belirli bir aşamaya gelmiş/getirilmiş şirketlerin finansmanında kullanılacağına dair kısıtlayıcı bir yaklaşım benimsemenin uygun olmayacağı değerlendirilmektedir. Ülkelerin, özellikle ülkemizin, ekonomik ve sosyal gelişimi için reformlar ile birlikte yeni yatırımların teşvikinin önemi gözetildiğinde, bilhassa genç, yenilikçi ve teknoloji odaklı olan ülke ekonomisine katma değer yaratacağına inanılan şirketlerin erken aşama yatırımlarının finansmanında mezzanine’in de bir seçenek olarak yer almasının hedeflere ulaşma

yolunda fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Buna ilaveten, girişimlerin henüz başlangıç aşamasında özellikle profesyonel yatırımcılar olan kurumsal yatırımcılar tarafından mezzanine finansman yoluyla desteklenebileceği değerlendirilmektedir.

Şekil 2: Girişim Şirketlerinin Finansal Döngüsü

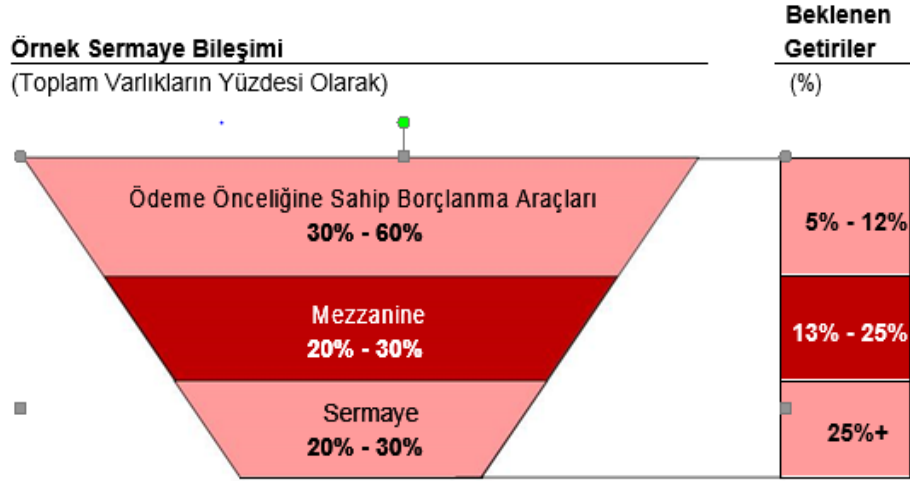


Kaynak: Webrazzi

Mezzanine finansman borçlanma ve özkaynak yöntemleri arasında bir karma finansman yöntemi olarak değerlendirildiğinde, birinci katmanda geleneksel borçlanma, ikinci katmanda mezzanine ve üçüncü katmanda ise özkaynakların yer aldığı söylenebilir. Her bir katmanda yer alan finansman kaynaklarının şirket açısından risk ve getiri profili kıyaslandığında, birinci katmanda yer alan geleneksel borçlanmanın düşük risk, düşük maliyet ve diğer yöntemlere kıyasla esnek yapıda olmadığı görülmektedir. İkinci katman olan mezzanine finansman, geleneksel borçlanma yapısına göre daha esnek ve ortalamada daha yüksek risk taşıdığından şirkete normal bir borçlanmadan daha maliyetli ancak görece daha uzun dönemli finansman sağlamaktadır. Öte yandan, üçüncü katmanda yer alan özkaynak finansmanı, yapılan karşılaştırmalarda en esnek, en riskli ve en maliyetli olmakla birlikte şirkete en uzun dönemli kaynağın aktarıldığı yöntemdir. Şirketlerin, borçlanma, mezzanine ve özkaynak yöntemleri ile sağladığı finansmanı etkin bir yöntemle harmanlayarak sermayenin gerçek maliyetini minimize edebileceği düşünülmektedir. Bu çerçevede, tipik bir girişim şirketinin finansman kaynaklarının oransal dağılımına ve her bir finansman kaynağının şirkete ortalama maliyetlerine Şekil 3'te yer verilmektedir. Görüldüğü üzere, şirketler toplam varlıklarının

ortalamada %30-60'ını borçlanarak finanse ederken, varlıklarının yaklaşık %20-30'luk kısmını mezzanine finansman kaynaklarından karşılamaktadırlar. Geri kalan finansmanın ise, en maliyetli (%25 ve üzeri; bkz. Şekil 3) yöntem olan özkaynak yöntemiyle sağlandığı anlaşılmaktadır.

Şekil 3: Girişim Şirketlerinin Kaynak Yapılarında Farklı Finansman Kaynaklarının Yeri



Kaynak: *Bond Capital*

Mezzanine Finansman ve Bu Yöntemi Kullanarak Kaynak Sağlayan Şirketlerin Genel Özellikleri

Şirketlerin mezzanine finansmana ulaşabilmeleri için sahip olmaları gereken bazı genel şartlar şu şekilde sıralanabilir. Şirketlerin; krediler veya özkaynakları ile yeterli finansmanı sağlayamamış olması, iyi bir fizibilite ile sağlam bir iş planı sunması, uzun dönemli gelişme, yakın gelecekte sağlıklı finansal yapı, sabit nakit akımları ve istikrarlı büyüme beklentisiyle karlılık sağlayacağını vaat eden bir yapıda olması gerekmektedir (Vasilescu. 2010).

Mezzanine finansmana ulaşacağı düşünülen ideal şirketler, düzenli nakit akımları ve iyi yöneticileri olan, geniş yelpazede müşteri tabanına, tescilli ürüne ve belirli bir pazara veya ileri teknolojiye sahip şirketlerdir (Vasilescu. 2010). Ek olarak, mezzanine yatırımcıları, başarılı bir şirket oluşturmak için yeterli motivasyona sahip olan yöneticilerin varlığından emin olmak için yöneticilerin kendi paylarının bulunduğu şirketlere yatırım yapmayı tercih ederler (Abbasi, 2004).

Mezzanine finansman, borç veren tarafın ayrıntılı incelemelere tabi olmaksızın ve daha hızlı şekilde kaynak sunmasını kolaylaştırırken, kaynak ihtiyacı olan kişilerin

de düşük teminatlı veya hiç teminat olmaksızın finansman sağlanmasına imkan tanımaktadır; bu finansman çeşidinde borç veren taraf en az %14- %20 aralığında bir getiri arayışındadır (Czajkowska, 2015). Geleneksel banka kredilerinden yüksek maliyetli olan mezzanine finansmanın şirketler için büyük bir yük teşkil etmeyebileceği değerlendirilmektedir. Çünkü şirketler, mezzanine finansman yoluyla temin ettikleri borcun faizinin bir kısmını periyodik olarak veya dönem sonunda ödeyebilirken kalan kısmını ise hisse opsiyonu, varant ile elde edilebilen şirket payları veya şirket karlılığına ortak olunan herhangi bir araç ile temin edebilmektedir. Mezzanine finansman sağlayan taraftan bakıldığında ise, yatırımcılar şirketlerin borcu geri ödeyememesi durumunda verdikleri borcu paya çevirme imkanına sahiptir (Mezzanine Financing, Farlex Financial Dictionary, 2012). Ayrıca, yatırımcıların bekledikleri getiri oranına sabit veya değişken oranlı nakdi faiz ve şirkette ortaklık hakkına³ sahip olunmasının yanı sıra aynı faiz⁴ (payable-in-kind interest/PIK) ile de ulaşabilmektedir.

Mezzanine finansman, şirketlere ilave pay veya borçlanma aracı ihraç etmeksizin kaynak sağlamalarına izin veren; bunu da borçlanma aracı ve ortaklık payı olan iki farklı finansal enstrümanın harmanlanmasıyla, bir diğer ifadeyle, borç tutarının önceden kararlaştırılmış tarihlerde karşı tarafa geri ödenmediği durumda borcun ortaklık payına dönüştürülebilmesiyle sağlayan bir finansman yöntemidir (Czajkowska, 2015). Ancak, karma bir yapıya sahip olması sebebiyle bu finansman türünün spesifik yapısal özellikleri her bir işlem bazında değişebilmektedir (Korver ve Ongena, 2008). Mezzanine yatırımcısının yaptığı yatırımdan beklediği getiri, özkaynak finansmanına benzer şekilde sermaye kazancı, borçlanma aracından beklenen şekilde ise hak edilen faiz tutarıdır.

3.2. Mezzanine Finansmanın Çeşitleri

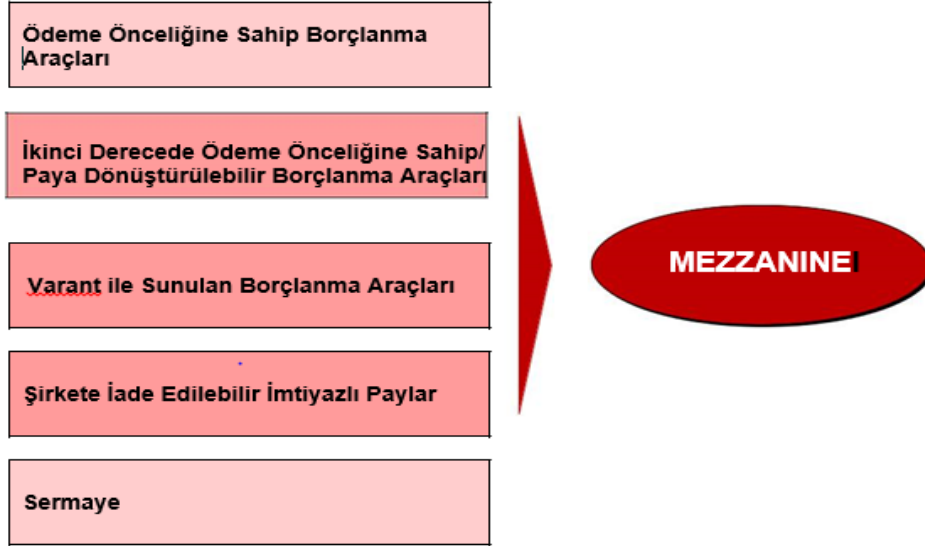
Mezzanine finansman, net bir şekilde borç finansmanı veya özkaynak finansmanı olarak sınıflandırılmayan tüm karma finansman türlerini tanımlamaktadır, çünkü her iki türün de özelliklerini bünyesinde barındırır (Tirole, 2006). Melez yapıda borç ve özkaynak karması olarak çok sayıda farklı ürün geliştirmek mümkünken, mezzanine finansman adı altında piyasada belirli finansal ürünler öne çıkmaktadır. Bu kapsamda, birçok çeşidi bulunan mezzanine finansmanın en bilinen türleri; ikinci derecede teminatsız borçlanma araçları (subordinated debt), paya çevrilebilir borçlanma araçları (convertible debt), varantlı borçlanma araçları

³ Bazı mezzanine yatırımcıları, ortaklık hakkına sahip olmaksızın şirket performansı, toplam satışlar, karlılık gibi kalemlerin belirli oranlarını da sermaye benzeri getiri olarak talep etmektedir.

⁴ Aynı faiz, bir diğer ifadeyle PIK, borçlanma sebebiyle hesaplanan faizin nakden borç verene ödenmesi yerine faiz tutarının periyodik olarak anapara tutarına eklenmesidir (Czajkowska, 2015). Örneğin, 100 milyon TL anapara tutarı ile ihraç edilen tahvilin PIK faizi %8 ise, dönem sonunda tahvilin anapara tutarı 108 milyon TL olacak, nakdi faiz ise ödemeyecektir.

(bond with warrants) ve şirkete iade edilebilir imtiyazlı paylardır (redeemable preferred stock).

Şekil 4: Finansman Boşluğunu Doldurmada Mezzanine Finansman



Kaynak: Silbernagel ve Vaitkunas

3.2.1. İkinci Derecede Teminatsız Borçlanma Araçları (Subordinated Debt)

Borç benzeri mezzanine finansmanın en bilinen çeşidi, yatırımcılarının birinci dereceden ödeme önceliği bulunan “senior debt” türünden sonra hak iddia edebildikleri teminatsız borçlanma araçlarıdır. Söz konusu araçlar birinci dereceden borçlanma araçlarına kıyasen daha yüksek riske ve daha düşük kredibiliteye sahiptir. Şekil 4’ten de görüleceği üzere, iflas durumunda ödeme talep etmedeki sıralamada birinci derecede borçlanma araçlarından hemen sonra, sermayeden ise önce gelmektedir. İkinci dereceden borçlanma aracı ihraç edenler genellikle sabit bir faiz oranı talep etmektedir.

3.2.2. Paya Dönüştürülebilir Tahviller (Convertible Bond) ve Varantlı Borçlanma Araçları (Bond With Warrants)

Mezzanine finansman araçlarından paya dönüştürülebilir tahvilde, yatırımcılar verdikleri borcun karşılığında geleneksel faiz ve anapara ödemesi almak yerine şirket paylarını edinme yolunu seçebilir. Paya dönüştürülebilir tahvilde ihraççı borcu paya dönüştürme hakkına sahipken bu hakkın hangi tarihte ve hangi dönüştürme oranı ile yapılacağı önceden belirlenir. Varant ile satılan borçlanma araçlarında ise yatırımcıların önceden belirlenen bir tarihte önceden belirlenen bir fiyat üzerinden şirket paylarını satın alma hakkı bulunmaktadır. Bahsi geçen varantın sağladığı şirket paylarını satın alma hakkını kullanıp kullanmama kararı ise ihraççı değil yatırımcı

tarafından verilir. Ayrıca, borçlanma araçlarının yanında sunulan varantlar tahvilden ayrı olarak alınıp satılabilmektedir.

Dönüştürülebilir enstrümanlar, kendi içlerinde çeşitli ayrımlara tabi olmakta, bu kapsamda her bir mezzanine finansman türünün borç benzeri veya sermaye benzeri yapıda olup olmadığı anlaşılmaktadır. Kaldı ki, söz konusu finansmanın finansal tablolardaki raporlanması da, borç ya da sermaye benzeri ayrımını ortaya koyacaktır. Örneğin, dönüştürülebilir enstrümanlardan yatırımcının belirli bir zaman diliminde borcunu sermayeye dönüştürme hakkını kullanıp kullanmama, kullanırsa ne zaman kullanacağını belirleme hakkına sahip olduğu borçlanma araçları ile yatırımcının belirli bir zaman diliminde borçlanma aracını itibari değerinden daha yüksek bir tutarda ihraççıya geri satabilme hakkı sunan borçlanma araçları borç benzeri mezzanine türlerindedir. Diğer taraftan, vade sonunda kesin bir şekilde paya dönüştürülen borçlanma araçları (mandatory), halka arz öncesi sunulan ve halka yeni arz edilen şirket paylarını edinme hakkı veren borçlanma araçları (pre-IPO) ve vadesi olmadan ihraç edilen borçlanma araçları (perpetual) sermaye benzeri niteliğindeki mezzanine finansman kaynaklarından (Korver ve Ongena, 2008).

3.2.3. Kara Katılma Hakkı (Profit Participation Rights) ve Katılım Kredileri (Participating Loans)

Sermayeye daha ilişkili olan bu türde, şirketler hukuku kapsamında yatırımcının şirket karı üzerinde hakkı bulunur; ancak genelde bu yatırımcıların şirkette oy hakkı veya yönetime katılma hakları bulunmamaktadır. Yine de, kontrat üzerinde koşullar esnek bir şekilde belirlenebilmektedir.

Benzer şekilde mezzanine finansman kapsamında, kara katılma hakkı veren katılım kredilerinde (participating loans) geri ödemenin, sabit bir faiz oranı yerine yapılan işin sonuçlarına göre çeşitli göstergelere bağlı olarak (karlılık, satış oranları, vb.) değişken oranda yapıldığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla bu türde, mezzanine işlemi şirkette ortaklık ile sonuçlanmaksızın, geri ödeme tutarı değişkenlik göstermektedir.

3.2.4. İmtiyazlı Ortaklık Payları

Dönüştürülebilir ortaklık payları mezzanine işlemlerinde sıklıkla kullanılan enstrümanlardır. Oydan yoksun nitelikteki imtiyazlı ortaklık payları, sabit bir kar payı ödemesi alır. Şirkete iade edilebilir imtiyazlı paylarda (redeemable preference shares) ise, şirketin söz konusu payları önceden belirlenmiş fiyat üzerinden geri alması mümkündür. Şirket paylarının geri alınmasına kimi zaman ihraççı, kimi zaman yatırımcı, bazı durumlarda ise her iki taraf birlikte karar verebilir. İmtiyazlı paylar da her mezzanine enstrümanında olduğu gibi tasfiye durumunda adi ortaklık paylarından öncelikli talep hakkına sahipken, birinci derece borçlanma araçları yatırımcıları tasfiyede daha önceliklidir.

Ülkemizde sermaye piyasası mevzuatında düzenlenen oydan yoksun imtiyazlı payların henüz örneği bulunmamaktadır. Mevzuata göre, oydan yoksun pay sahipleri

için, esas sözleşmede gösterilecek oranda kar payında imtiyaz tanınması zorunludur ve imtiyazlı kar payları nakden dağıtılır. Ortaklık, üst üste 3 yıl kar dağıtamazsa veya mevzuat uyarınca izin verilmediği halde, herhangi bir nedenle bir yıl oydan yoksun pay imtiyazına ilişkin kar dağıtımını yapmazsa, pay sahipleri, bu durumların kesinleştiği genel kurul toplantı tarihini izleyen yıl, esas sermayeye katılmaları ile orantılı olarak oy hakkını elde ederler ve buna bağlı olarak imtiyazlı bu paylar adi pay haline dönüşür. Ayrıca esas sözleşmede hüküm bulunmak kaydıyla, belirlenecek bir süre sonunda bu senetler adi paya dönüşebilir.⁵

3.2.5. Gizli Ortaklık (Silent partnership)

Sermaye benzeri mezzanine finansmanın bir türü olan gizli ortaklık, sermayeye daha yakın bir enstrümandır. Gizli ortak, şirkete sermaye temin eder ve şirketin karlarına payı oranında katılır, ancak şirketin yönetimine müdahale etmez (Achleitner, Lutz ve Schraml, 2009). Ayrıca, gizli ortak şirketin yıllık raporlarına ulaşma hakkına da sahiptir (Achleitner, Schraml ve Tappeiner, 2008). Gizli ortaklığın sağladığı finansmanda kara katılım koşulları esnekçe belirlenebilirken, uygulamada sabit bir oran veya karlılığa bağlı olarak değişken oranlar belirlenebilmektedir. Borçlanma yönteminin uygun olmadığı zamanlarda şirket büyümelerinin finansmanında tercih edilen gizli ortaklık, yönetime katılmayan kurumsal yatırımcılar için uygun bir model olarak değerlendirilmektedir. Bahsi geçen özellikleriyle bu model, pay sahipliği hakları bulunan ancak sahibine oy kullanma hakkı vermeyen oydan yoksun paylara benzetilebilir.

3.2.6. Mezzanine Finansman Çeşitlerine Genel Bir Bakış

Görüldüğü üzere, mezzanine finansman genellikle faiz, varant, opsiyon ya da bazı dönüştürülebilir yapıya sahip ürünler ile paketlenmiş kredilerdir, bu formda yatırımcıların faizin yanı sıra potansiyel getiri sağlayabilecek enstrümanların getirilerinden kazanç sağlamalarına imkan tanınır (Korver ve Ongena, 2008). Uygulamada, mezzanine finansman çeşitlerinden en yaygın olarak ikinci dereceden teminatsız borçlanma araçlarının kullanıldığı, imtiyazlı ortaklık paylarının kullanımının ise daha nadir olduğu görülmektedir. Ancak ne şekilde olursa olsun, mezzanine finansmanın ödenme sırasında ikinci dereceden borçlanma aracı niteliğinde yer aldığı anlaşılmaktadır. İkincil dereceden teminatlandırılma, mezzanine yatırımcılarının iflas ya da temerrüt durumlarında yapılandırma müzakerelerine katılabileceğini ancak tek başlarına teminatlara el koyamayacağını ifade etmektedir. Mezzanine yatırımcıları, şirketin ihraç ettiği birinci dereceden borçlanma araçlarına yatırım yapan yatırımcılar ile aynı veya benzer teminatlara sahip olsalar dahi, yaptıkları sözleşme ile birinci dereceden borçlar tamamen ödenene kadar şirket nakdi ve varlıkları üzerinden yapılacak faiz ve anapara ödemelerinde birinci dereceden borçlanma ihraççularına öncelik verileceğini kabul ederler.

⁵ <http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/yatirim-ara%C3%A7lari/di%C4%9Fer/oydan-yoksun-hisse-senedi.aspx>

3.3. Mezzanine Finansmanın Avantajları ve Dezavantajları

Mezzanine finansman, girişim şirketleri için günden güne önemli hale gelen bir finansman yöntemi olmasına rağmen klasik banka kredilerinin yanındaki payı hala küçüktür. Mezzanine finansman yöntemi geleneksel yöntemlerle finansman sağlayamayan şirketler için başvurulacak son çare olarak düşünülse de, bu tür finansmanı kullanacak şirketlerin bu yöntemin sağlayacağı avantajlar ile yaratacağı dezavantajlar hakkında bilgi sahibi olması beklenir. Söz konusu avantaj ve dezavantajlar yalnızca finansman talep eden şirketler için değil, mezzanine finansman kaynağı sunan yatırımcılar için de geçerlidir.

3.3.1. Mezzanine Finansmanın Sağlayabileceği Avantajlar

Literatür taraması sonucunda ulaşılan bilgilere göre, mezzanine finansman yönteminin girişim şirketlerine sağlayacağı avantajları aşağıdaki şekilde sıralamak mümkündür:

- ✓ Şirketin bilanço yapısını güçlendirir.
- ✓ Sermaye benzeri formdaki mezzanine, finansal tablolarda borçlar altında değil, aktif tarafta varlıklar (genellikle finansal yatırımlar) pasif tarafta ise özkaynak (özsermaye) altında gösterildiği için şirketin ek kredi imkanlarına daha kolay ulaşmasına imkan sağlar.
- ✓ Uygun yapıda mezzanine kullanıldığı takdirde girişimciler şirket üzerindeki kontrol haklarını kaybetmezler. Yatırım yapılan şirket büyümeye ve gelişmeye devam ettiği sürece mezzanine yatırımcılarının şirkete neredeyse hiç müdahaleleri yoktur.
- ✓ Sermayeyi sulandırmadan (dilution) şirket sermayesini daha güçlü hale getirir.
- ✓ Teminatın nadir talep edildiği bu finansmanda, işletme riski ve borçlunun yükümlülüklerini yerine getirebilme koşulları göz önünde bulundurularak geri ödeme planı esnek bir şekilde belirlenir.
- ✓ Mezzanine yatırımcıları kısa vadede servet kazanmak isteyen kişiler değil, uzun vadeli perspektifle yatırım yapan kişiler olduğundan uzun dönemli istikrarlı ve güvenilir bir finansman seçeneği sunar.
- ✓ Mezzanine yatırımcıları finansal desteğin yanı sıra stratejik destek de sağlar.
- ✓ Birkaç hafta gibi kısa süreli müzakereler sonucunda taraflar arasında anlaşma sağlanarak finansmana erişilebilir.
- ✓ Yeni bir işletme satın almak, işletmesini genişleterek belirli bir pazara dahil olmak veya yenilikçi ürün geliştirmek isteyen şirketlerin finansmanı için uygundur.

Mezzanine finansman kaynağı sunan yatırımcılar açısından bakıldığında ise, bu finansman kaynağının; yeni yatırım alanlarına ulaşma, bir şirkete ortak olduğunda sağlanabilecek getiriye benzer oranda getiriye daha az risk üstlenerek elde edebilme, hisse senedi ve borçlanma araçlarından farklı bir platformda yatırım yaparak portföy çeşitlendirmesine (portfolio diversification) katkı sağlama, yatırımdan kolay çıkış

imkanı ve risk sermayesi yatırımlarına kıyasla sermayenin daha iyi korunması gibi avantajları vardır (Vasilescu, 2010).

Ayrıca, UFRS'ye göre yapılacak finansal raporlamalarda, takdiri ilgili raporlamaları gerçekleştirmeye yetkili kişi ve/veya kuruluşlarda olmak kaydıyla, mezzanine finansman işlemlerinin özün önceliği gereği, borç alan şirket nezdinde ortak ödünçlerinin düzenli faiz ödemelerinin bulunması sebebiyle vergiye esas matrahtan düşülebilir nitelikte olması ve bunun yanı sıra sermayeye daha benzer yapıda olması sebepleriyle şirketin sermaye kalemi altında gösterilebilmesinin uygun olacağı değerlendirilmektedir.

3.3.2. Mezzanine Finansmanın Dezavantajları

Mezzanine finansmanın şirketlere sunacağı fırsatların yanında bazı negatif yanları da bulunmaktadır:

- ✓ Girişim şirketlerinin mezzanine finansman kaynakları hakkında bilgisi sınırlı, farkındalık seviyeleri ise düşüktür.
- ✓ Mezzanine finansman yatırımcılarının şirketlerden talep edeceği bilgi verme ve şeffaflık yükümlülüklerini küçük şirketlerin temin etmesi zor olacağından mikro işletmelerin bu finansmana erişimleri sınırlıdır.
- ✓ Şirketlere ortak olunarak ve özünde süre sınırı bulunmayan özkaynak finansmanından ziyade mezzanine finansman sağlayan yatırımcılar, şirket yeterli karlılığa ulaşana kadar belirli bir süreyle şirkete yatırım yapmaktadır.
- ✓ Bu finansman türü, zayıf özsermaye yapısı ve yüksek kaldıraç oranlarına sahip olan, büyüme yönünde olumsuz sinyaller veren şirketlerin borçlarına refinansman sağlamaları için uygun değildir.
- ✓ Yapılan anlaşmada girişim şirketleri tarafından mezzanine yatırımcısına yüksek oranda pay verilmesi öngörülmüşse şirkette kontrol gücünün el değiştirmesi gündeme gelebilir.
- ✓ Mezzanine finansmanın kabul edilmesiyle şirket, bazı kısıtlayıcı özel anlaşma hükümlerini (örneğin yönetici personele piyasa rayici üzerinden ödeme yapılmasını engelleyici veya şirket ortaklarının aldıkları kar payına limit getirilmesi gibi) kabul etmek zorunda kalabilir.

Fon arz eden yatırımcılar açısından bakıldığında ise, görece uzun vadeli bir yatırım türü olduğundan yatırımdan erken çıkış zorluğu, girişim şirketinin kredibilitésinin yanlış değerlendirilmesi ve buna bağlı olarak planlanandan daha düşük getiri elde etme ihtimali mezzanine finansmanın negatif yönlerinden sayılabilir. Üstelik, şirkete borç verenler arasında ikinci dereceden değerlendirilen mezzanine yatırımcısı için şirketin sahip olduğu nakde çevrilebilir varlıklar da şirket iflası durumunda güvence teşkil etmemektedir.

3.4. Uygulamada Mezzanine Finansman ve Genel Koşulları

Mezzanine finansmanın, kaynak ihtiyacını gidermenin yanı sıra gayrimenkul ve şirket satın alımında da kullanıldığı görülmektedir. Baker'a göre (2014), mezzanine finansmanın gayrimenkul alanında üç tipik kullanım alanı vardır: yeni yapı projelerinin finansmanı için alınan krediye ek olarak mezzanine finansmanın kullanımı; refinansman imkanı sağlamayan ev kredileri (mortgage) bulunan işletme sahiplerinin sermayeye ulaşmada mezzanine finansmanı kullanmaları; gayrimenkulün değerini yükselterek kazanç sağlama amacıyla gayrimenkülü geliştirmek için mezzanine kredisinin kullanımı.

Mezzanine finansman, özellikle şirket satın alma alanında hem işlem sayısı hem de işlem hacmi açısından artış eğilimindedir (Robinson, Fert ve Webb, 2013). Mezzanine finansman her ne kadar borç finansmanında daha maliyetli ise de, bazı özellikleri borçlanma yoluyla finansmandan daha esnektir. Örneğin, uygulamada borç finansmanında ortalama faiz ve vergi öncesi karın (FAVÖK/EBITDA) üç buçuk katı kadar kaldıraç yaratılabiliyorken, mezzanine finansmanda kaldıraç FAVÖK'ün beş katına kadar çıkabilmektedir (Silbernel ve Vaitkunas, 2006).

Mezzanine işleminde taraflar arası pazarlığa konu edilen konu başlıkları; işleme konu olacak enstrüman çeşidi, vade, faiz oranları ve ücretler, şirketin kaynak yapısındaki sıralama, teminat, çıkış ve devir koşullarıdır.

Mezzanine Vadesi ve Getiri Yapısı

Tipik bir mezzanine işlemi 5 ila 8 yıl vadeli yapılmaktadır. Mezzanine kaynağına ulaşmak isteyen bazı şirketler, daha esnek geri ödeme koşulları karşılığında daha uzun ödeme dönemi talep etmektedirler. Mezzanine yatırımcıları işlemin faiz oranını belirlerken sabit veya değişken faiz oranı, komisyon ve sermaye bileşenlerini kullanarak iç verim oranından (IRR)⁶ daha yüksek bir getiri elde etmeyi amaçlamaktadır (Robinson, Fert ve Webb, 2013). Mezzanine finansmanda talep edilen komisyon yatırımcılar tarafından genellikle yapılacak sözleşmeye ilişkin idari süreçlerin finansmanında kullanılmaktadır.

Mezzanine Sözleşme Hükümleri

Mezzanine işleminin sözleşme hükümleri banka tipi veya yüksek getiri ve yüksek risk içeren tarzda veya her iki tarzın karışımı olacak şekilde oluşturulabilir. Yüksek riskli işlemlerde yazılan sözleşme hükümleri genellikle belirli bir koşul meydana geldikten sonra yapılması gerekenler (incurrence-based) ile alakalı iken, banka tarzı ile yapılan sözleşmeler koruyucu, zarar meydana gelmeden önlem alıcı (maintenance) hükümler içermektedir (Robinson, Fert ve Webb, 2013). Mezzanine yatırımcıları, alacaklarını temin etmede öncelikle (neredeyse tamamıyla) şirketin yaratacağı nakit akımlarına güvendiğinden, ilgili ödeme periyodunda tam ve

⁶ İç verim oranı, proje nakit akımlarının net bugünkü değerini sıfıra eşitleyen iskonto oranıdır (Sarıaslan, 2003).

zamanında ödeme almadıkları durumda, kullandıkları teminatlı borçlarda teminatın çözülmesi yoluna giderek ödemeyi derhal tahsil etme alışkanlığıyla hareket eden bankaların oluşturduğu tipte sözleşmeleri tercih etmelerinin, sözleşmelerin erken dönemde fesih ihtimalini beraberinde getirdiğinden uygun olmayacağı değerlendirilmektedir. Kaldı ki, çoğu mezzanine sözleşmesinin, özellikle finansal sponsorlar tarafından desteklenen büyük satın almalarda, belirli bir koşul ortaya çıktıktan sonra yapılacakları içeren hükümlerinden (incurrence-based) oluşturulduğu anlaşılmaktadır.

Ayrıca, çoğu mezzanine sözleşmesinde finansman sağlanan şirketin kontrol gücüne sahip paylarının satışı veya önemli nitelikte/değerde varlıkların satılması gibi durumlarda hem şirketin finansal verilerinin değişecek olması, hem de ortakların pay satışı yapmaları durumunda verilen şahsi teminatların ortadan kalkacak olması gibi sebeplerle mezzanine finansörün cayma hakkı gündeme gelmekte, bu kapsamda yatırımcılar verdikleri borç tutarının önceden belirlenmiş bir oranını (genellikle anaparanın %101'i) tahsil ederek yatırımdan çıkış yapabilmektedirler. Diğer taraftan, şirket yapısında önemli bir değişiklik gerçekleşmesi ihtimaline karşın, şirkete yeni ortak olacak kişiler veya finansal durumu değişen şirket ortakları tarafından da mezzanine anlaşmasını feshetme hakkı tanıyan sınırlayıcı hükümlerin sözleşmeye eklenmesi mümkündür.

Mezzanine Enstrümanların Likidite Durumu

Tarihsel olarak, mezzanine yatırımları satın al ve tut (buy-and-hold) stratejisine sahip ve sınırlı likiditeye sahip araçlardır. Uygulanabilir hukukun mevcut olması halinde mezzanine alacaklarının devredilmesi/temlik edilmesi mümkündür. Son yıllarda “jumbo mezzanine finansman” olarak betimlenen ve devri mümkün olan mezzanine enstrümanların nitelikli yatırımcılar arasında alım satıma konu olduğu görülmektedir. Bunun yanında, mezzanine finansman sağlayanlar ve/veya sağlananlar sözleşme ile devir işlemlerini kısıtlama hakkına sahiptirler.

Mezzanine enstrümanların sınırlı likiditesi olduğundan, mezzanine yatırımcıları yapacakları sözleşme ile kapsamlı raporlama ve bilgi edinme hakkına sahip olmak istemektedirler. Çoğu mezzanine anlaşmasında yatırımcılar, ihraççılardan bağımsız denetimden geçmiş yıllık finansal tablolar ile her çeyrek dönem bağımsız denetimden geçmemiş finansal tabloların sunulmasını talep ederler.

Mezzanine Yatırımcısının Beklentileri

Mezzanine finansörleri genellikle mezzanine yatırım fonlarıdır. Tipik bir mezzanine işleminde mezzanine fonu, şirkette azınlık pay sahibi olmakta, sözleşmede yer alan hükümlere göre ise uygun görülen bir tarihte fon mezzanine işleminden çekilmektedir. (Silbernagel ve Vaitkunas, 2006).

İdeal durumda, mezzanine yatırımcısı yüksek faiz oranıyla birlikte yatırım yaptığı veya varant ile daha düşük fiyattan satın alma hakkına sahip olduğu şirket

paylarında yükseliş beklemektedir (Czajkowska, 2015). Ayrıca, mezzanine yatırımcıları finansmana ilişkin sözleşmenin yapıldığı anda sözleşme komisyonunun peşinen ödenmesini beklerler, bu ödeme genellikle idari giderlerin karşılanması ve işlemin tamamlanması için bir teşvik olması adına alınmaktadır.

Mezzanine Finansmanın Holding Şirketlere Sunulması

Mezzanine finansman faaliyette olan şirkete veya bu şirketin bağlı olduğu holding şirketine sunulabilir. Faaliyette olmaması sebebiyle nakit akımları bulunmayan holding şirkete sunulan finansmanda, yapısal bağlılık gereği faaliyette olan şirketin yarattığı nakit akımları mezzanine finansmanın geri ödenme kaynağı olmakta, bu durum da mezzanine finansörleri için ek risk ve ilave maliyet yaratmaktadır. Diğer taraftan, holding şirket aracılığıyla mezzanine finansman elde edilmesinin şirkete avantajı, bu finansmanın faaliyette olan ve dolaylı olarak dış kaynak sağlayan şirketin bilançolarına borçlanma olarak yansımaması, dolayısıyla dış finansmana ulaşmada dikkate alınan kaldıraç oranının artmamasıdır (Silbernagel ve Vaitkunas, 2006).

Mezzanine'in Ek Dış Finansmana Daha Kolay Erişim Sağladığına Dair Bir Örnek⁷:

Konuya ilişkin olarak, mezzanine yatırımcısının 20 milyon ABD doları değerinde bir şirket satın almayı planladığını ve söz konusu tutarın 10 milyon dolarlık kısmını kendi sermayesi ile kalan 10 milyon dolarlık kısmını ise bankadan kredi olarak temin etmek için başvuru yaptığını varsayalım. Bankaların genellikle, talep edilen kredi tutarının ortalama %75'ini karşıladığı hesaba katılırsa, 7.5 milyon ABD doları değerinde dış finansman kaynağına ulaşan girişimcinin, planladığından daha fazla tutarda (12.5 milyon ABD doları) sermaye ile söz konusu satın almayı gerçekleştirmesi gerekecektir. Böyle bir durumda, girişimcinin mezzanine yatırımcısından finansal durumuna göre 5 milyon ABD doları tutarında bir kaynak sağladığı düşünüldüğünde, mezzaninenin varlığı sayesinde banka, mezzanineni özsermaye olarak kabul ederek böylelikle talep edilen 10 milyon ABD doları krediyi yüksek ihtimalle daha makul bir faiz oranından şirkete temin edecektir. Dolayısıyla, toplamda dış finansman kaynaklarından elde edilen kaynak miktarı mezzanine yatırımcısının dahil olduğu durumda 15 milyon ABD dolarına yükselecek, girişimcinin söz konusu şirket satın alımı için temin etmesi gereken sermaye tutarı ise 12.5 milyon ABD dolarından 5 milyon ABD dolarına azalmıştır. Uygulamada da bankaların genellikle arkasında mezzanine finansman sağlayıcıları olarak kurumsal yatırımcılar bulunan şirketleri daha avantajlı görerek bu şirketlere geniş kredi imkanlarını daha uygun koşullarda sundukları görülmektedir.

Bunun yanında, 100.000 TL'lik ikinci dereceden borçlanma aracının varant ile sunulması bir diğer mezzanine örneği olarak verilebilir. Bu örnekte nakdi faiz oranı

⁷ Silbernagel ve Vaitkunas, 2006.

%10, PIK (bkz. Dipnot 4) faiz oranı %3 ve bir hisse senedinin gelecekteki olası sermaye artışları dikkate alınarak ortaklık yapısının (fully diluted ownership) %4'ünü temsil eden varant yer almaktadır.

Bir diğer sayısal örnek olarak da, 50.000 TL değerinde şirkete iade edilebilir imtiyazlı payların varant ile sunulması verilebilir. Bu somut örnekte nakdi faiz bulunmamakta, PIK faiz oranı %14 düzeyinde varantın temsil ettiği ortaklık payı (fully diluted) oranı ise %6'dır.

IV. MEZZANINE FINANSMANIN SERMAYE PİYASALARINDA KULLANILABİLİRLİĞİ

4.1. Türk Sermaye Piyasalarında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Girişim Sermayesi Yatırım Fonu Düzenlemelerinde Yer Alan Mezzanine Finansman Hükümleri

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) üçüncü kısmının "Kolektif Yatırım Kuruluşları" başlıklı dördüncü bölümünde, yatırım ortaklıkları (48. madde) ve yatırım fonlarına (52. madde) ilişkin esaslar yer almaktadır. SPKn'nun ilgili maddeleri kapsamında düzenlenen III-48.3 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (GSYO Tebliği) ile III-52.4 sayılı Girişim Sermayesi Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği (GSYF Tebliği)'nde girişim şirketi, *Türkiye'de kurulu veya kurulacak olan, gelişme potansiyeli taşıyan ve kaynak ihtiyacı olan şirketler* olarak tanımlanmış olup, kuruluş amacı temel olarak girişim şirketlerinden oluşan portföyü işletmek olan anonim şirket yapısındaki GSYO'lar ile tüzel kişiliği bulunmayan malvarlığı niteliğindeki GSYF modellerine ilişkin esaslara bahsi geçen tebliğlerde yer verilmiştir.

GSYO Tebliği'nin "Faaliyet kapsamı ve faaliyetlere ilişkin sınırlamalar" başlıklı 20. maddesinin ikinci ve üçüncü fıkralarında;

"(2) Ortaklıklar tarafından aşağıda yer verilen durumlar hariç olmak üzere bu maddede belirtilen faaliyetlerin gerçekleştirilmesi amacı dahil, hiç bir surette üçüncü kişiler lehine, teminat verilemez, kefil olunamaz ve portföydeki varlıklar üzerinde rehin ve ipotek tesis edilemez:

a) KOBİ Yönetmeliği'nde tanımlanan KOBİ şartlarını taşıyan girişim şirketleri lehine rehin ve teminat verilmesi ve ipotek tesis edilmesi,

b) Ortaklığın portföyünde bulunan ya da bulunacak girişim şirketine yapılacak yatırımın finansmanında, bu girişim şirketlerinde sahip olduğu ya da olacağı payların rehin ve teminat olarak verilmesine ilişkin sözleşme yapılması.

(3) Ortaklıklar, portföylerindeki girişim şirketlerine münhasıran işletme sermayesi olarak, Kanunun örtülü kazanç aktarımı ile ilgili hükümlerine aykırılık teşkil etmeyecek şekilde kısa vadeli finansman sağlayabilir. Bu fıkra kapsamında

aktarılan kaynaklar bu Tebliğ kapsamında girişim sermayesi yatırımı olarak kabul edilmez.”,

GSYO Tebliği'nin “*Girişim şirketi ve girişim sermayesi yatırımı*” başlıklı 21. maddesinin üçüncü fıkrası ile GSYF Tebliği'nin özde aynı hükümleri içeren 18. maddesinin üçüncü fıkrasında⁸;

“Ortaklıklar, girişim sermayesi yatırımı olarak;

a) Girişim şirketlerine doğrudan veya bu Tebliğde tanımlanan yurtiçinde kurulu özel amaçlı şirketler ve yurtdışında kurulu kolektif yatırım kuruluşları vasıtasıyla dolaylı olarak sermaye aktarımı veya pay devri yoluyla ortak veya girişim şirketlerinin kurucusu olabilirler.

b) Girişim şirketlerinin ihraç ettiği borçlanma araçlarına yatırım yapabilirler.

c) Yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla sadece bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine sermaye yatırımı yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan ve dolaylı olarak yatırım yapabilirler.

ç) Diğer girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına ve girişim sermayesi yatırım fonlarının katılma paylarına yatırım yapabilirler.

d) BİAŞ Gelişen İşletmeler Piyasasında işlem gören şirketlerin paylarına yatırım yapabilirler.

e) Girişim şirketi niteliğindeki halka açık şirketlerin borsada işlem görmeyen paylarına yatırım yapabilirler.

f) Girişim şirketlerine borç ve sermaye finansmanının karması olarak yapılandırılmış finansman sağlayabilirler.

g) Esas sözleşmelerinde belirlenen faaliyet alanları sadece bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapma amacı ile sınırlandırılmış olan yurtiçinde kurulu özel amaçlı anonim şirketlere ortak olabilirler.”

hükümleri yer almaktadır.

Görüldüğü üzere, mezzanine finansman yöntemi sermaye piyasası mevzuatında “*borç ve sermaye finansmanını karması olarak yapılandırılmış finansman*” olarak yer bulmuş, bu sayede mezzanine finansman yönteminin temel olarak girişim şirketlerine yatırım yapmak amacıyla kurulan GSYO ve GSYF’ler tarafından kullanılabilmesine imkan tanınmıştır. Ancak, GSYO Tebliği'nin “*Portföy sınırlamaları*” başlıklı 22.

⁸ Söz konusu fıkrada yer alan hükümlerin GSYO Tebliği'nde yer alan hükümlerden farkı, hükümden “ortaklık” olarak belirtilen hususlara “fonlar” olacak şekilde güncellenerek yer verilmesidir.

maddesinin birinci fıkrasının (h) bendinde yer alan “21 inci maddenin üçüncü fıkrasının (f) bendi kapsamında azami olarak ortaklık aktif toplamının %25’i oranında yatırım yapabilirler.” hükmü ile girişim şirketlerine sağlanan mezzanine finansman payları halka arz edilen girişim sermayesi yatırım ortaklığının aktif toplamının⁹ maksimum %25’i ile sınırlandırılmıştır. GSYF Tebliği’nde ve ilgili diğer sermaye piyasası mevzuatında ise, girişim sermayesi yatırım fonları ile payları nitelikli yatırımcılara satılan girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının mezzanine finansman sağlanmasına ilişkin herhangi bir sınırlama öngörülmemiştir.

GSYO Tebliği’nin;

- 23. maddesinin dördüncü fıkrasında, “*21 inci maddenin üçüncü fıkrasının (f) bendi uyarınca, borç ve sermaye finansmanının karması olan finansmana ilişkin koşullar ile tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen bir sözleşme düzenlenmesi zorunludur.*”,

- 31. maddesinin birinci fıkrasının (ç) bendinde, “*Ortaklıklar; Yönetim kurulu kararına bağlanan nihai ve bağlayıcı pay sahipliği sözleşmeleri, pay devri sözleşmeleri ve 23 üncü maddenin dördüncü fıkrası kapsamındaki sözleşmelerin bir örneğini, sözleşmenin imzalanmasını takip eden altı işgünü içinde Kurula gönderir.*”

hükümleri ile,

GSYF Tebliği’nin 31. maddesinin birinci fıkrasının (d) bendinde, “*20 nci maddenin birinci fıkrasının (d) ve (e) bentleri ile 21 inci maddesinin üçüncü fıkrasının (c), (f) ve (g) bentleri kapsamında yapılan yatırımlar ve işlemlere ilişkin yönetim kurulu kararına bağlanan nihai ve bağlayıcı sözleşmeleri, şirket ana sözleşmelerini, fon içtüzük ve izahnameleri ile diğer dokümanları, yatırımın yapılmasını, takip eden altı işgünü içinde Kurula gönderir.*”

hükmü yer almaktadır.

Bu kapsamda, mezzanine finansman yöntemiyle girişim şirketlerine sermaye piyasası kurumları aracılığıyla finansman sağlanabilmesine ilişkin gerekli mevzuat hükümleri mevcut olup, sermaye piyasasındaki düzenlemeler ile GSYO ve GSYF’ler tarafından, belirli sınırlamalar dahilinde sunulan mezzanine finansmanın kapsamını belirleyen sözleşmenin girişim şirketiyle imzalanarak Kurul’a iletilmesi ve gerektiği durumda kamunun bu hususta aydınlatılması beklenmektedir.

4.2. Türk Sermaye Piyasasında Mezzanine Finansman Örneği

Sermaye piyasasında kullanılabilirliğine ilişkin gerekli mevzuatın oluşturulduğu mezzanine finansmanın, ülkemizde altyapı yatırımlarının finansmanında kullanıldığına dair örnek bir uygulama mevcuttur. Bahsi geçen uygulama, bir portföy

⁹ Aynı maddenin ikinci fıkrasında, portföy sınırlamalarına uyumun ortaklığın yıl sonu bireysel finansal tablosundaki aktif toplamına göre sağlanmasının zorunlu olduğu hususu belirtilmektedir.

yönetim şirketi tarafından kurulan girişim sermayesi yatırım fonunun, sağlık sektöründe altyapı yatırımı yapacak olan bir proje şirketine yatırım yaparak mezzanine finansman yöntemiyle kaynak aktarması üzerine şekillendirilmiştir. Ayrıca bu örnek, mezzanine finansmanın sermaye piyasalarında girişim sermayesi yatırım fonu aracılığıyla girişim şirketlerinin finansmanında kullanılmasına dair bir ilk olma özelliğine sahiptir.

Bahsi geçen fon, 2016 yılının Ekim ayında SPK'dan alınan izin çerçevesine kurulan ve sağlık sektöründe altyapı yatırımlarını finanse etmek üzere 29 yıl süreli olarak ihraç edilen bir girişim sermayesi yatırım fonudur. Fonun toplamda 600 milyon Euro tutarında bir yatırıma özkaynak finansmanı sağlayacağı ve tek bir girişim sermayesi yatırımında bulunacağı, fon yatırım stratejisinin ise; T.C. Sağlık Bakanlığı tarafından ihalesi yapılan bir projeye ve proje şirketine GSYF Tebliği'nin 18. maddesinin üçüncü fıkrasının (f) bendinde yer alan esaslara uygun olacak şekilde hissedar olunması ve borç ve sermaye finansmanının karması niteliğinde finansman sağlanması suretiyle yatırım yapmak olduğu belirtilmiştir.

Borç ve sermaye finansmanının karması niteliğinde finansman sağlanmasına ilişkin olarak, proje şirketine ortak olunmasını takiben sağlanacak borç ve sermaye karması finansmanın; sabit faizli olduğu, faiz ödemelerinin proje şirketinin faaliyete geçmesini takiben en erken 12 ay sonunda belirli performans oranlarının sağlanması ile başlayacağı, borç ve sermaye karması finansmanın geri ödemelerinin ise, proje firmasının proje finansmanı çerçevesinde fon dışındaki kurumlar tarafından sağlanan öncelikli kredilerinin (senior debt) anapara geri ödemelerinin tamamlanmasını takiben yapılacağı, borç sermaye karması finansmanın sözleşmeyle belirlenen bazı şartların sağlanması halinde ve fonun talebi ile sermayeye dönüştürülebilecek nitelikte olduğu, söz konusu seçeneğin ise proje şirketinin öncelikli kredilerinin geri ödenmesini takiben kullanılabilir hale geleceği anlaşılmaktadır.

Görüldüğü üzere, somut örnekte borç sermaye karması finansman olarak nitelendirilen mezzanine, finansman sağlanacak şirkete öncelikle ortak olunmasını, daha sonra şirkete ortak ödünçü kapsamında borç verilmesini kapsamakta, belirli bir dönemin sonunda ise fon tarafından borcun sermayeye dönüştürülmesinin talep edilebilmesini mümkün kılmaktadır.

Ayrıca, sermaye piyasasında faaliyetlerini sürdüren bir girişim sermayesi yatırım ortaklığının finansal tablolarının incelenmesi sonucunda, bahsi geçen GSYO'nun GSYO Tebliği'nde yer alan hükümler ve sınırlamalar dahilinde bağlı ortaklığı niteliğindeki girişim şirketlerine karma finansman sağladığı anlaşılmaktadır. Söz konusu şirketin finansal tablolarında, *“sözleşme şartlarına göre belirlenen vade içerisinde ödenmediği takdirde ilgili ortaklığın sermayesine ilave edilecek olması dolayısıyla, borç ve sermaye karması finansmanı olarak finansal yatırımlar altında sınıflandırılan girişim şirketlerinin maliyetine eklendiği”* hususu belirtilerek bu

kapsamda mezzanine finansman, uzun vadeli finansal yatırımların altında gösterilmiştir.

Her mezzanine enstrüman türünde olduğu gibi, ortakların şirkete verdikleri borçlar da şirketin kaynak yapısında borçlar ile özkaynaklar arasında yer almaktadır, hatta literatürde ortakların şirkete sağladıkları borçların en önceliksiz (most junior) borç sınıfında yer aldığı, ödeme önceliği sıralamasında sermayeden hemen önce geldiği ifade edilmektedir.

Genel olarak ifade etmek gerekirse, yukarıda verilen örneklerde, mezzanine finansman türlerinden ikincil derecede öncelikli borçlanma aracının (subordinated debt) kullanılması tercih edilmiştir. GSYF ile sunulan mezzanine finansmanda, sözleşme ile belirlenen çerçevede kullanılacak dönüşürme hakkının payların piyasa fiyatının %120'si baz alınmak suretiyle belirlenmesi öngörülmüştür.

4.2. Devlet-Özel Sektör İşbirliği Fon Modelleriyle Girişim Şirketlerine Finansman Sağlanmasına İlişkin Ülke Uygulamaları

Girişim şirketlerinin desteklenmesi konusunda Kanada, Avrupa, İsrail, Amerika ve Avustralya gibi birçok ülke ve bölgenin hükümet politikaları bulunmaktadır. Cumming ve Johan tarafından 2009 yılında yapılan çalışmada, Amerika ve İsrail örneklerinde hükümet ile özel fon yöneticilerinin birlikte yürüttükleri programların daha başarılı olduğu, diğer taraftan Kanada ve Avrupa'daki programlarda hükümet ve özel fonların birbirleriyle rekabet içerisinde olması sebebiyle daha başarısız sonuçlar elde ettiği ifade edilmiş, bu çalışmada ayrıca Avustralya tarafından 2002 yılında devlet-özel işbirliğiyle (Public-Private Partnership/PPP) hayata geçirilen yeni kurulmuş ve/veya kuruluş aşamasındaki girişim şirketlerine finansman sağlanmasına yönelik PSF (Pre-Seed Fund) programının detaylarına yer verilmiştir. Avustralya tarafından başlatılan programın amacı, yenilikçiliğin ve Ar-ge'nin desteklenerek fikirlerin işletmelere dönüştürülmesi olarak tanımlanmış ve finansman sağlanacak projeler için belirli kriterler belirlenmiştir. Başlatılan programda, özel sektör yatırımcıları, üniversiteler ve bazı kamu araştırma kuruluşlarının ortak katılımıyla fon havuzu¹⁰ oluşturularak, hükümet tarafından dört adet fon kurulmuş ve her bir fonun yatırım yapacağı bazı spesifik sektörler belirlenmiştir. Ayrıca, fonun yönetilmesi için belirli lisanslara sahip yetkilendirilmiş özel fon yöneticileri ile anlaşarak yatırım kararlarının portföy yöneticisi tarafından verilmesine imkan tanınmıştır. Fonun en az %60'ının beş yıl içerisinde yatırıma yönlendirilmesi gerektiği, bir şirkete veya bir projeye 1 milyon dolardan fazla yatırım yapılamayacağı, yatırım yapılacak şirketlerin Avustralya bünyesinde kurulan ve faaliyet gösteren ancak henüz satış geliri elde edememiş şirketler olacağı, kurulan her bir fonun 10 yıl boyunca faaliyetlerine devam edeceği, bu süre içinde yatırım yapılan şirketlerin kar elde etmesiyle sermaye kazancı

¹⁰ Bu çalışmada belirtildiği üzere PSF programında kamu-özel fonlama oranı 2:1 olarak belirlenmiş, kamu tarafından sağlanacak finansman ise özel sektör tarafından sağlanan fonun azami üç katı olabilecek şekilde sınırlanmıştır.

hedeflendiği, ayrıca fon yöneticileri tarafından desteklenen işletmeye teknik konularda destekler verilmesi PSF'in belli başlı özelliklerindedir (Cumming ve Johan, 2009).

Benzer olarak ülkemizde de Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurumu (TÜBİTAK) tarafından 2011 yılında başlatılan TÜBİTAK 1514- Girişim Sermayesi Destekleme Programı (GİSDEP)'nin amacı, *“Türkiye’de yerleşik teknoloji ve yenilik odaklı KOBİ ölçeğindeki şirketlerin çekirdek, başlangıç veya gelişme aşamalarındaki finansman ihtiyaçlarının, girişim sermayesi yatırım fonları aracılığıyla karşılanması”* olarak belirlenmiş olup, bu programda TÜBİTAK'ın %20 oranında hibesi ve özel sektörün %80 oranındaki katılımı ile yenilikçi girişim şirketlerinin finanse edilmesi öngörülmüştür. TÜBİTAK tarafından hibe çağrısının 2013 yılında yapıldığı GİSDEP kapsamında girişim şirketlerine yatırım dönemi olarak beş yıl, yatırımdan çıkış döneminin ise yedi yıl olması hedeflenmiş olup, anılan çağrı kapsamında girişim yatırımları döneminin devam ettiği görülmektedir.

Avrupa’da EIF tarafından önerilen Avrupa Melek Yatırım Fonu (European Angels Fund/EAF/AMYF) melek yatırımcılar ile diğer kurumsal nitelikte olmayan yatırımcılara ortak yatırım modeliyle finansman sağlanması amacıyla kurulmuştur. AMYF, melek yatırımcıların girişimlerin çekirdek sermayelerini, erken dönem ve büyüme dönemlerinin finansmanını sağlayabilmelerine destek olmak amacıyla oluşturulmuş, Avrupa’da; Almanya, İspanya, Danimarka, Avusturya, İrlanda ve Hollanda’da uygulanan bir programdır. EIF'nin resmi internet sitesinden ulaşılan verilere göre fonun güncel portföy değeri 280 milyon Avro tutarında olup, portföyün yaklaşık 120 milyon Avro'luk kısmı 150'den fazla KOBİ'nin finansmanında kullanılmak üzere melek yatırımcılara taahhüt edilmiştir. Her bir finansman bazında ayrı anlaşma yapmak yerine, EAF melek yatırımcılar ile uzun dönemli standart sözleşmeler imzalamaktadır. Ayrıca, bu modelde melek yatırımcılar EIF'nin uzmanlığından ve bağlantılarından faydalanabilmekte, Avrupa Melek Yatırım Fonu melek yatırımcıların yatırımlar ile ilişkilendirilen maliyetlerine oransal esasa (pro-rata basis) göre katılmaktadır. EAF tarafından beklenen ise melek yatırımcıların işlerine odaklanarak, dönemsel olarak standartlaştırılmış basit ve etkin raporlama yapmalarıdır.¹¹

Avrupa Yatırım Fonu (EIF) tarafından desteklenen diğer fon uygulamaları arasında Lüksemburg Gelecek Fonu (Luxembourg Future Fund/ LFF), Alman Girişim Teşebbüsü (Dutch Venture Initiative/ DVI) ve Büyüme Amaçlı Mezzanine Fonu (Mezzanine Facility for Growth) örnek gösterilebilir. İlk olarak, LFF modelinde EIF ile Lüksemburg Ulusal Bankası (Société Nationale de Crédit et d'Investissement) tarafından oluşturulan ortak bir fon ile teknoloji şirketleri ile girişim fonlarına finansman sağlanması amaçlanmış, bu fon altında üç adet alt fon kurularak fonların

¹¹ Avrupa Melek Yatırım Fonu ile ilgili daha detaylı bilgilere http://www.eif.org/news_centre/publications/eaf/eaf_en.pdf adresinden ulaşılması mümkündür.

her biri girişim fonlarına yatırım yapan, girişim fonları ile birlikte girişim şirketlerine yatırım yapan ve melek yatırımcılar ile birlikte girişim şirketlerine yatırım yapan olmak üzere üç ayrı alanda faaliyet göstermek üzere dizayn edilmiştir. İkinci olarak fon sepeti fonu olarak oluşturulmuş Alman Girişim Teşebbüsü modelinde önceden belirlenen sektörlere yatırım yapılmasının yanı sıra, karma yapıdaki mezzanine girişim sermayesi fonlarına da yatırım yapılması planlanmaktadır. Son olarak, Avrupa Yatırım Bankası (European Investment Bank/ EIB) tarafından kurulan 1 milyar Avro değerindeki fon sepeti fonu olan Büyüme Amaçlı Mezzanine Fonu Avrupa’da bulunan mezzanine yatırım fonlarına bu fonların piyasada katalitik rol üstlendiği görüşüyle yatırım yapmaktadır. Özellikle girişim şirketlerine alternatif finansman sunulması anlamında, genişleme dönemindeki teknoloji şirketlerinin finansmanının önemli olduğu düşüncesiyle EIF tarafından desteklenmekte ve kaynak aktarılmaktadır.

Bu çerçevede, devlet-özel işbirliği modeliyle oluşturularak ortak katılımı finanse edilen ve özellikle girişim şirketlerinin finansmanında kullanılacak mezzanine fon yapısındaki fon sepeti fonu modelinin ülkemizde kullanılmasına ve yaygınlaştırılmasına ilişkin gerekli fizibilite çalışmalarının yürütülmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

Ancak hükümet tarafından sağlanan desteğin özel sektör ile birlikte hareket etmesi, özel sektör oyuncularını yatırım ve finansman ortamından dışlamaması gerekmektedir. Ayrıca, geliştirilmesi zaman alan ve özel sektör tarafından yatırım yapılmasına cesaret edilemeyen görece riskli ve uzun vadeli yatırım alanlarının (biyoteknoloji, sağlık, vb. alanlarda yeni ürün geliştirmenin uzun zaman alacağı yatırımlar) devlet tarafından desteklenmesi daha yararlı olacaktır. Türkiye Varlık Fonu Yönetimi A.Ş. (TVF)¹² ile sermaye piyasalarında aktif olarak faaliyet gösteren GSYO ve GSYF’lerin ortak bir havuz yaratarak girişim şirketlerinin finansmanında AMYF gibi bir fon modeli oluşturularak bu yapıda yalnızca melek yatırımcıların değil, girişim şirketlerine finansman sağlama alanında uzmanlaşmış GSYO ve GSYF’lerin de mezzanine finansman yöntemiyle finanse edilebilmeleri desteklenebilir. Bu durumda yatırım yapılarak finansman sağlanacak girişim şirketlerinin araştırma süreci alanında uzmanlaşmış kişiler ve kuruluşlar tarafından yapılarak yapılacak yatırımların riskleri değerlendirilmiş olacak, paya dönüştürülebilir borçlanma araçlarının (çoğunlukla subordinated debt) kullanımı ile borçların ortaklık payına dönüştürülmesine karar

¹² 26 Ağustos 2016 yürürlüğe giren “Türkiye Varlık Fonu Yönetimi Anonim Şirketinin Kurulması ile Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” kapsamında T.C. Başbakanlık’a bağlı olarak, özel hukuk hükümlerine tabi bir anonim şirket yapısında kurulan TVF; stratejik önem arz eden sektörlerin gelişmesine ve büyük ölçekli yatırımlara iştirak etmek amacıyla Türkiye Varlık Fonu’nu ve bu fona bağlı alt fonları kurmak ve yönetmek, önemli kamu varlıklarında değer artışı sağlayarak ekonomik büyümeye katkıda bulunmak, sermaye piyasalarının araç çeşitliliği ve derinliğine katkı sağlamak, vb. amaçları yerine getirmek üzere faaliyetlerine devam etmektedir. (Daha fazla bilgi için bkz. <http://turkiyevarlikfonu.com.tr/>)

verildiğinde ise, TVF veya Türkiye’de kurulacak bir Melek Yatırım Fonu girişim şirketlerinin o günkü rayiç değerinin üzerinde bir dönüştürme oranıyla paylarına sahip olmuş olacak, istenmesi durumunda ise girişim şirketleri halka arz edilerek yatırımlardan çıkış yapılabilir.

V. ÜLKEMİZDE MEZZANINE FİNANSMAN YÖNTEMİNİN GİRİŞİM SERMAYESİ ALANINDA KULLANILMASIN İLİŞKİN ÖNERİLER

5.1. Mezzanine Finansmanda Kullanılacak Uygun Enstrümanın Belirlenmesi

Ülkemizde finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulduğunda, özellikle geleneksel banka kredileri başta olmak üzere borçlanma yoluyla finansmanın tercih edildiği gözlemlenmektedir. Şirketler açısından borçlanma kaynaklı finansman görece ucuz bir finansman yöntemi olsa da, şirket borçlanmaları hem içsel hem de dışsal etkiler nedeniyle belirli sınırlamalara tabi olmaktadır. Borçlanma limitleri doğal sınırlarına ulaşmış veya büyük çaplı yatırımların finansmanında kullanılmak üzere uzun vadeli kaynak arayışındaki şirketler için uygun olacağı düşünülen mezzanine finansmanın, çalışmanın daha önceki bölümlerinde de belirtildiği üzere özkaynağa daha yakın veya borçlanma araçlarına daha yakın olmak üzere çeşitli türleri bulunmaktadır. Ülkemizin daha çok borçlanma eğiliminde olduğu değerlendirildiğinde, borçlanma yapısına daha benzer nitelikteki karma finansmanın kullanımının özendirilmesinin bu finansman türünün yaygınlaştırılmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu kapsamda, dünyada da en çok kullanılan mezzanine finansman türünden biri olan ikincil derecede öncelikli borçlanma aracının (subordinated debt), ülkemizdeki genel finansman algısı ile örtüşeceği düşünülmektedir.

Ayrıca, bazı durumlarda aile şirketi olarak nitelendirilebilecek yapıdaki girişim şirketlerinde GSYO’lar veya GSYF’ler gibi herhangi bir üçüncü tarafın şirkete ortak olmak suretiyle finansman sunması, aile olarak önemli nitelikteki kararları üçüncü bir tarafın müdahalesi olmaksızın kendi başlarına almak isteyen kurucular tarafından tercih edilmemektedir. Bir diğer taraftan, şirketlere finansman sağlayan yatırımcıların kuruculara güvenerek yönetime karışmak istemediği, yalnızca talep edilmesi halinde şirketlere finansal destek sunduğu örnekler de mevcuttur. Özellikle GSYO’lar ve GSYF’ler, gerekli ön araştırmayı yaptıkları şirketlerin kurucularına ve iş modeline güvenerek yönetim kontrolünü elde edecek oranda yatırım yapmadığı sürece yatırım yapılan şirketin yönetimine karışmak yerine talep edilen teknik konularda destek vermeyi tercih edebilecektir. Buna ilaveten, GSYO ve GSYF’ler, belirli girişim şirketleri üzerindeki yatırım stratejileri gereği uzun dönemli yatırımdan ziyade kısa sürede sermaye kazancı elde ederek girişim şirketinden çıkış yapmayı düşündükleri göreceli kısa vadeli yatırımlarda, yatırım yapılan şirketin yönetimine katılma ihtiyacı duymayabileceklerdir. Bu gibi durumlarda ise mevcut mezzanine finansman türlerinden gizli ortaklık (silent partnership) yapısının kullanıma daha elverişli olacağı değerlendirilmektedir.

Ayrıca, gerekli düzenlemelerin yapılması suretiyle girişim şirketlerinin finansman yöntemlerinden biri olabileceği düşünülen ve yatırım yapıldıktan sonra borçlanmaya dönüştürülebilir nitelikteki paylar da bu kapsamda hem GSYO ve GSYF'ler açısından risk değerinin ölçülemediği durumlarda, hem de yönetime müdahale edilmesini istemeyen şirket ortaklarının varlığı halinde tercih edilebilir bir finansman yöntemi olabilecektir.

5.2. Mezzanine Finansman Yöntemiyle GSYO'lar ile GSYF'lere Kaynak Sağlanması

Ülke ekonomileri için girişim şirketlerinin finansmana erişebilmeleri kadar, girişim şirketlerinin finansmanında yüksek risk ve kilit rol üstlenen melek yatırımcılar ile GSYO'lar ve GSYF'ler gibi özel amaçlı şirketlerin/yatırım modellerinin kendilerinin de finansmana erişebilmeleri bir o kadar önemlidir.

GSYO ve GSYF'lerin borçlanma yoluyla finansman limitlerine ilişkin olarak; GSYO Tebliği'nin "*Finansal borç sınırı*" başlıklı 29. maddesinin birinci fıkrasında, "*Banka kredileri dahil olmak üzere kısa vadeli finansal borçlarının değeri ile kısa vadeli ihraç edilen borçlanma araçlarının nominal değerinin toplamı, ortaklığın bağımsız denetimden geçmiş son yıllık bireysel finansal tablosunda yer alan özsermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli finansal borçlarının değeri ile uzun vadeli ihraç edilen borçlanma araçlarının nominal değerinin toplamı ise ortaklığın bağımsız denetimden geçmiş son yıllık bireysel finansal tablosunda yer alan özsermayelerinin iki katını aşamaz. Bu fıkra uyarınca yapılacak hesaplamada, borçlanma araçlarının ihraç tarihindeki vadeleri esas alınır.*" hükmü ile, GSYF Tebliği'nin "*Kredi işlemleri ile repo işlemlerine ilişkin sınırlamalar*" başlıklı 26. maddesinin birinci fıkrasında, "*Fonlar, fon ihtiyaçlarını veya portföyleri ile ilgili maliyetlerini karşılamak amacıyla fonun son hesap dönemi itibari ile hesaplanan toplam değerinin en fazla %50'si oranında kredi kullanabilirler. Kredi alınması halinde kredinin tutarı, faizi, alındığı tarih ve kuruluş ile geri ödendiği tarihe ilişkin bilgiler hesap dönemini takip eden 30 gün içinde Kurula ve en uygun haberleşme vasıtasıyla katılma payı sahiplerine bildirilir.*" hükmü yer almaktadır.

Yukarıda belirtilen borçlanma sınırlarının yanı sıra, girişim sermayesi yatırımlarına ilişkin olarak GSYO Tebliği'nin 22. maddesinde, *ortaklıkların girişim sermayesi yatırımlarına, ortaklık aktif toplamının en az %51'i oranında yatırım yapmak zorunda oldukları*, GSYF Tebliği'nin 19. maddesinde ise, *fonun toplam değerinin en az %80'inin bir veya birden fazla girişim sermayesi yatırımdan oluşmasının zorunlu olduğu* hususları yer almaktadır.

Yukarıda yer verilen hükümler ile GSYO ve GSYF'lerin kuruluş amaçları dikkate alındığında, bahsi geçen yapıdaki şirket ve fonların portföylerinin yüksek oranda girişim yatırımlarından oluşturulması gerektiği görülmektedir; girişim yatırımları ise doğaları gereği uzun dönemli bir yatırım sürecini gerektirir. Finansman

ihtiyacı duyan GSYO ve GSYF'ler tarafından ilgili tebliğlerde bahsi geçen borçlanma limitlerine ulaşılması durumunda ve/veya ekonomik konjonktürde meydana gelen negatif gelişmeler sebebiyle yeni borçlanma kaynaklarına ulaşamadığı durumlarda, likidite gereksiniminden dolayı uzun dönemli yatırım yapılması planlanan girişim şirketlerinden erken çıkış yapma zorunluluğu doğabilmektedir. Girişim şirketlerine finansman sağlanmasında kilit öneme sahip olduğu düşünülen GSYO ve GSYF'lerin kendi finansmanlarını sağlamakta tıkanıdığı noktada tebliğlerde öngörülen borçlanma limitleri aşılmadan ve UFRS kapsamında sermaye kalemi veya finansal varlık altında gösterilecek mezzanine finansmanın GSYO'lara sunulmasının hem geleneksel borçlanmanın üzerinde getiri vaat etmesi sebebiyle GSYO'ları fonlayacak yatırımcıların özendirilmesi açısından, hem de yapılacak girişim şirketi yatırımlarının artırılması yönünde pozitif etkileri olacağı değerlendirilmektedir. Ek olarak, girişim şirketlerine yapılacak yatırımların finansmanında GSYO ve GSYF'ler tarafından mezzanine finansman türlerinden "ikincil derecede öncelikli borçlanma aracı (subordinated debt)" yönteminin tercih edilmesi halinde, önceden belirlenen dönüştürme oranından dönüştürülecek payların, GSYO tarafından yatırım yapılacak girişim şirketlerinin payları olması hususunda taraflar arasında anlaşma sağlanabilir. Bu sayede, GSYO ve GSYF'ler tarafından girişim şirketlerine yapılan yatırımdan çıkış yöntemi ve takviminin planlanması gibi ayrı süreçlere dahil olunmadan yatırım yapılmasının önü açılabilir. Ayrıca, dönüştürmeye ilişkin esasların düzenlendiği sözleşmelerde borç tutarının kısmen veya tamamen dönüştürülmesi öngörülebileceği gibi, kısmi dönüştürme hakkının kullanımını kısıtlayıcı veya dönüştürme hakkının kullanılma periyodunu sınırlayıcı özel hükümler sözleşmeye eklenebileceği de değerlendirilmektedir.

5.3. Mezzanine Finansmanın Kullanım Alanları

Ülkemiz uygulamalarında mezzanine finansman yöntemiyle her ne kadar enerji, sağlık gibi alanlarda büyük montanlı altyapı yatırımlarının finanse edildiği gözlemlense de, ülke ekonomileri için ileri teknoloji kullanımını vaat eden, yenilikçi fikirlerin odak noktası olduğu küçük çaplı girişimlerin de finanse edilmesi bir o kadar önemlidir. Bu açıdan bakıldığında; ileri teknoloji kullanımını içeren, inovatif nitelikte veya çekirdek aşamadaki girişim yatırımlarının finansmana erişimlerinin kolaylaştırılması, bu alanda gelişimin özendirilmesi gerekmektedir.

Girişim şirketlerine kaynak sunulması açısından bir diğer yol olarak görülebilecek kaldıraçlı satın alma işlemleri (leveraged buyout/LBO) alanında uzmanlaşmış şirketler, girişimciler tarafından halihazırda kurulmuş şirketlerin satın alınmasını finanse ederler. Bu firmalar tarafından sunulan finansmanda sınırlı miktarda sermaye kullanılarak kaynağın çoğunluğu borçla temin edildiğinden bu yatırımlar kaldıraçlı satın alma işlemleri olarak adlandırılmaktadır. Tipik bir kaldıraçlı satın alma işlemi dört çeşit finansman kaynağı ile fonlanır: banka kredisi, bono ihracı, mezzanine finansman ve özkaynaklar. Banka kredisi %50, mezzanine finansman %20

ve özkaynaklar %30 oranında kullanılarak kaldıraçlı satın alma işlemleri finanse edilebilir (UBS, 2010). GSYO'lar açısından kaldıraçlı satın alma işlemlerinin finansmanında mezzanine yönteminin kullanılmasının da GSYO'ların arayış içinde olduğu finansman kaynaklarına bir diğer alternatif olacağı düşünülmektedir.

VI. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Günümüzde, teknolojiye, yenilikçi fikirlere yatırım yapma hedefiyle kurulan ve uzun dönemli güvene dayalı finansman kaynaklarına ihtiyaç duyan girişim şirketlerinin finansmana erişimde zorlanması, alternatif finansman yöntemlerinin geliştirilmesi ve genişletilmesi ihtiyacını da beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda, geleneksel finansman yöntemlerine ek olarak sunulacak yeni finansman yöntemlerinin girişim şirketlerinin finansmanında kullanılabilir hale getirilmesinin, mikro düzeyde şirketlerin, makro düzeyde ise ülke ekonomilerinin büyümesi ve gelişimi için faydalı olacağı düşünülmektedir. Bunun yanında, ülke ekonomileri için girişim şirketlerinin finansmana erişebilmeleri kadar, girişim şirketlerinin finansmanında yüksek risk ve kilit rol üstlenen melek yatırımcılar ile girişim sermayesi yatırım ortaklıkları ile girişim sermayesi yatırım fonları gibi özel amaçlı şirketlerin/yatırım modellerinin kendilerinin de finansmana erişebilmeleri bir o kadar önemlidir.

Alternatif finansman yöntemlerinden biri olan mezzanine finansman, şirketlerin borç ve özkaynak bileşimi olan kaynak yapılarında borçlanma ile özkaynak arasında yer alan karma bir finansman yöntemidir. Yapısal olarak mezzanine finansman, ödeme önceliğinde teminatlı nitelikteki borçlara (senior debt) göre ikinci planda yer alsa da, özkaynak finansmanından önce ödenmesi gereken bir kaynak çeşididir.

Melez yapıda borç ve özkaynak karması olarak çok sayıda farklı ürün geliştirmek mümkünken, mezzanine finansman adı altında piyasada belirli finansal ürünler öne çıkmaktadır. Mezzanine işleminde taraflar arası pazarlığa konu edilen konu başlıkları; işleme konu olacak enstrüman çeşidi, vade, faiz oranları ve ücretler, şirketin kaynak yapısındaki sıralama, teminat, çıkış ve devir koşullarıdır. Bu kapsamda, birçok çeşidi bulunan mezzanine finansmanın en bilinen türleri; ikinci derecede teminatsız borçlanma araçları (subordinated debt), paya çevrilebilir borçlanma araçları (convertible debt), varantlı borçlanma araçları (bond with warrants) ve şirkete iade edilebilir imtiyazlı paylardır (redeemable preferred stock).

Uygulamada, mezzanine finansman çeşitlerinden en yaygın olarak ikinci dereceden teminatsız borçlanma araçlarının kullanıldığı, imtiyazlı ortaklık paylarının kullanımının ise daha nadir olduğu görülmektedir. Ancak ne şekilde olursa olsun, mezzanine finansmanın ödenme sırasında ikinci dereceden borçlanma aracı niteliğinde yer aldığı anlaşılmaktadır.

Mezzanine finansörleri, kaynak aktardıkları şirketlerin gelecekte güçlü nakit akımlarına sahip olacağını beklediğinden, büyüme potansiyeli olan bu şirketlere

finansal olmayan nitelikte stratejik destek de sunmaktadır. Ayrıca, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'nda belirlenen esaslara göre, sermaye benzeri yapısından ötürü daha çok şirket özsermayesi altında gösterilen mezzanine finansman, şirketlerin sermaye rasyosunu artırarak ek finansman için borçlanma kanallarına daha kolay ulaşmalarını sağlar.

Sermaye piyasası mevzuatında girişim şirketlerinin GSYO'lar ve GSYF'ler tarafından mezzanine yöntemiyle finanse edilebilmesini mümkün kılan düzenlemelere ilaveten GSYO ve GSYF'lerin kendi finansmanlarında da mezzanine finansmanı kullanabilmelerine imkan tanıyan düzenlemelerin getirilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir. Girişim şirketleri ile girişim şirketi finansörlerinin kaynak ihtiyaçlarının karşılanabilmesi adına devlet-özel işbirliği modeliyle mezzanine üst fonu kurulması ve oluşturulan ortak havuzdan yenilikçi, ileri teknoloji vaat eden küçük girişimler ile altyapı yatırımları gibi büyük projelere finansman desteği sağlanabilecek mevzuatsal altyapının oluşturulması hususu da bu alanda geliştirilmesi gereken bir diğer konu olarak değerlendirilmektedir.

Tüm avantaj ve dezavantajlarıyla birlikte değerlendirildiğinde, alternatif finansman yöntemlerinden mezzanine finansmanın, ucuz borçlanma kaynaklarına ulaşabilecek kadar güçlü finansal verilere sahip olmayan kuruluş ve yeni gelişim evresindeki girişim şirketleri ile girişim şirketlerine yatırım yapan girişim şirketi finansörlerinin (özellikle girişim sermayesi yatırım ortaklığı ve girişim sermayesi yatırım fonları) finansmanında denenmeye değer ve yaygınlaştırılması gereken bir finansman yöntemi olduğu düşünülmektedir. Özellikle ülkemizin, ekonomik ve sosyal gelişimi için reformlar ile birlikte yeni yatırımların teşvikinin önemi gözetildiğinde, bilhassa genç, yenilikçi ve teknoloji odaklı olan ülke ekonomisine katma değer yaratacağına inanılan şirketlerin erken aşama yatırımlarının finansmanında mezzanine de bir seçenek olarak yer almasının hedeflere ulaşma yolunda fayda sağlayacağı düşünülmektedir. Buna ilaveten, girişimlerin henüz başlangıç aşamasında özellikle profesyonel yatırımcılar olan kurumsal yatırımcılar tarafından mezzanine finansman yoluyla desteklenmesinin bu alanda başarı sağlanmasını tetikleyecek bir unsur olduğu değerlendirilmektedir.

Ülkemizde finansman kaynaklarına ihtiyaç duyulduğunda, özellikle geleneksel banka kredileri başta olmak üzere borçlanma yoluyla finansmanın tercih edildiği gözlemlenmektedir. Ülkemizin daha çok borçlanma eğiliminde olduğu değerlendirildiğinde, borçlanma yapısına daha benzer nitelikteki karma finansmanın kullanımının özendirilmesinin bu finansman türünün yaygınlaştırılmasına katkı sağlayacağı düşünülmektedir. Bu kapsamda, dünyada da en çok kullanılan mezzanine finansman türünden biri olan ikincil derecede öncelikli borçlanma aracının (subordinated debt), ülkemizdeki genel finansman algısı ile örtüşeceği düşünülmektedir. Ayrıca, bazı durumlarda aile şirketi olarak nitelendirilebilecek yapıdaki girişim şirketlerinde GSYO'lar veya GSYF'ler gibi herhangi bir üçüncü

tarafın şirkete ortak olmak suretiyle finansman sunması, aile olarak önemli nitelikteki kararları üçüncü bir tarafın müdahalesi olmaksızın kendi başlarına almak isteyen kurucular tarafından tercih edilmemektedir. Bir diğer taraftan, şirketlere finansman sağlayan yatırımcıların kuruculara güvenerek yönetime karışmak istemediği, yalnızca talep edilmesi halinde şirketlere finansal destek sunduğu örnekler de mevcuttur. Özellikle GSYO'lar ve GSYF'ler, gerekli ön araştırmayı yaptıkları şirketlerin kurucularına ve iş modeline güvenerek yönetim kontrolünü elde edecek oranda yatırım yapmadığı sürece yatırım yapılan şirketin yönetimine karışmak yerine talep edilen teknik konularda destek vermeyi tercih edebilecektir. Buna ilaveten, GSYO ve GSYF'ler, belirli girişim şirketleri üzerindeki yatırım stratejileri gereği uzun dönemli yatırımdan ziyade kısa sürede sermaye kazancı elde ederek girişim şirketinden çıkış yapmayı düşündükleri göreceli kısa vadeli yatırımlarda, yatırım yapılan şirketin yönetimine katılma ihtiyacı duymayabileceklerdir. Bu gibi durumlarda ise mevcut mezzanine finansman türlerinden gizli ortaklık (silent partnership) yapısının kullanıma daha elverişli olacağı değerlendirilmektedir.

OECD tarafından (2014) yapılan bir tanımlamaya göre, mezzanine finansman yapısı henüz KOBİ'ler ve girişim şirketlerinin finansmanı açısından piyasada yeterince dikkat çekmese de, KOBİ finansmanı alanında kritik problemlerin çözümünde potansiyeli bulunmaktadır. Ülkemizde girişim sermayesi sektöründe daha çok uzun vadeli enerji/alt yapı yatırımlarında kullanıldığı gözlemlenen mezzanine finansman yönteminin, girişim şirketlerine geleneksel yöntemlere kıyasen ek faydalar getirebileceği değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA

- Abbasi, F.
2014, Mezzanine Financing, An Alternative for Middle Market Companies.
- Achleitner, A. Lutz, E. ve Schraml, S.C.
2009, Influence of Internal Factors on the Use of Equity -and Mezzanine-Based Financing in Family Firms. CEFS Working Paper S.14
- Achleitner A., Schraml, S. C. ve Tappeiner, F.
2009, Private Equity Minority Investments in Large Family Firms: What Influences the Attitude of The Owner?. CEFS Working Paper, S.12
- Bayar, Yılmaz.
2012, Girişimcilik Finansmanında Risk sermayesi ve Melek Finansmanı. Girişimcilik ve Kalkınma Dergisi (7:2).
- Baker, M.
2014, Definition of a Mezzanine Loan
- Cumming, D. ve Johan, S.
2009, Pre-Seed Government Venture Capital Funds, Journal of International Entrepreneurship, S. 7, S. 26-56.
- Czajkowska, Agnieszka
2015, Mezzanine as an Alternative Form of Corporate Financing
- European Investment Fund
2016, European Small Business Finance Outlook. Working Paper 2016/37.
- IOSCO
2016, SME Financing Through Capital Markets
- İktisadi İşbirliği ve Gelişme Teşkilatı (OECD)
2016, Financing SMEs and Entrepreneurs 2016
- Keç, Turalay
2008, Yeni bir yaratıcılık ürünü: Finansal inovasyon. Para Dergisi. Sayı:148
- Korver, M. R. ve Ongena, S.
2008, European Mezzanine. Applied Financial Economics. Sayı:18, S. 1613-1622.
- KOSGEB, Türkiye Girişimcilik Stratejisi ve Eylem Planı (2015-2018)

Ossai, E. ve Lucky, I.

2012, Is Small and Medium Enterprise (SME) an Entrepreneurship?.
International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences. S.2

Robinson, A. D., Fert, I. ve Webb, D. N.

2013, Mezzanine Finance: Overview. Practical Law Company.

Sarıaslan, S.

2003, Sermaye Bütçelemesinde Risk Analizi Yöntemleri Ve Değerlendirilmesi. A.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalı. Yüksek Lisans Tezi. S. 28.

Silbernagel ve Vaitkunas

2006, Mezzanine Finance. Bond Capital.

Sturgess, B. ve Leen, C.

1991, Mezzanine Finance. Londra.

Tirole, J.

2006, The Theory of Corporate Finance. Princeton.

TÜSİAD

2002, Türkiye’de Girişimcilik, S. 33, İstanbul

UBS,

2010, Private Equity Education Series, Part 3: Private Equity Strategies, UBS
Alternative Investments Report.

Vasilescu, L. G.

2010, Financing Gap For SMEs and The Mezzanine Capital

Willis, J.R. ve Clark, D. A.

1989, An Introduction to Mezzanine Finance and Private Equity. Journal of
Applied Corporate Finance. S. 77-86

Worth, J.

2015, Financing Face-Off: Debt vs. Equity. Entrepreneur dersiği, Mart 2015
sayısı.

Yararlanılan İnternet Siteleri

<https://ec.europa.eu/growth/smes/>

<http://www.kobi.org.tr/>

<http://webrazzi.com/2014/06/03/her-girisimcinin-masasinda-bulunmasi-gereken-grafik-girisimin-finansal-dongusu/>

<https://www.entrepreneur.com/article/242859>

<http://www.actusportfoy.com.tr/actus-portfoy-gaziantep-entegre-saglik-kampusu-ppp/>

http://www.eif.org/news_centre/publications/eaf/eaf_en.pdf

<http://www.yatirimyapiyorum.gov.tr/yatirim-ara%C3%A7lari/di%C4%9Fer/oydan-yoksun-hisse-senedi.aspx>

<https://www.tubitak.gov.tr/tr/destekler/sanayi/ulusal-destek-programlari/icerik-1514-girisim-sermayesi-destekleme-programi-gisdep>

<http://turkiyevarlikfonu.com.tr/>