

**DÜNYADA VE TÜRKİYE'DE
RİSK SERMAYESİ**

Abdullah Kaya

**Ekim 2001
ANKARA**

YÖNETİCİ ÖZETİ

Son yıllarda, girişimcilik ile ekonomik büyüme ve istihdam arasındaki ilişkiyi ortaya koyan çalışmaların sonuçları ekonomik büyüme ve istihdamın artırılması için KOBİ'lerin kuruluş ve faaliyet koşullarının geliştirilmesi ve girişimciliğin desteklenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Bu sonuçlar değerlendirildiğinde, hem KOBİ'lerin kuruluş ve gelişimleri hem de yeni teknolojilerin transfer edilmesi ve geliştirilmesi için sağlıklı bir risk sermayesi sisteminin gerekli olduğu düşüncesi sıklıkla vurgulanmaktadır. Yapılan araştırmalar risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketlerin ülke ekonomisinin performansı ve rekabet gücüne belirgin katkılarda bulunduğunu ortaya koymuştur.

Günümüze kadar, ülkemizde girişimcileri desteklemek ve KOBİ'lerin sorunlarının çözümüne katkıda bulunmak üzere çok sayıda kurum faaliyet göstermiş veya göstermekte olsa da bu destekleme sistemi bütüncül bir yapıya kavuşamamış ve risk sermayesi finansman sistemi arzu edilen düzeyde uygulama alanı bulamamıştır.

Türkiye'nin, her aşamadaki firmaların sorunlarının çözümüne yönelik mekanizmaların bulunduğu, kültür ve eğitim alanındaki çalışmalarla da beslenen, bütüncül bir "iş planına" ihtiyacı vardır. İş planında yer alması gerektiği düşünülen unsurlar aşağıda verilmektedir;

- Öncelikle devletin sadece girişimci küçük firmalar için değil, tüm ekonomik birimler için uygun bir makroekonomik ortam oluşturması ve düzenlemelerde ekonomik etkinliği gözardı etmemesi gerekmektedir.

- Risk sermayesi yatırım ortaklıklarına tanınan vergisel teşviğin yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmeyen diğer risk sermayesi şirketlerini ve girişim şirketlerini de kapsayacak şekilde genişletilmesi sektöre yatırımcıların ilgisini artıracaktır.

- Emeklilik yatırım fonlarının, portföylerinin %5'i ile sınırlı kalmak kaydıyla, risk sermayesi yatırım ortaklıklarına yatırım yapabilmelerine imkan tanınmasının planlanıyor olması risk sermayesi sektörünün gelişimi adına umut verici bir gelişmedir. Ancak emeklilik yatırım fonlarının sadece risk sermayesi yatırım ortaklıklarına değil, ABD'de olduğu gibi, yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmeyen diğer risk sermayesi şirketlerine, hatta doğrudan girişim şirketlerine yatırım yapabilmeleri sektörün gelişimi için daha etkili olacaktır.

- Yabancı sermayenin sektöre katılımını artırmak için, ilgili mevzuatı sadeleştirmemiz ve bürokrasiyi azaltmamız gerekmektedir.

- KOBİ'lere yönelik teşviklerin düzenlendiği bütüncül bir mevzuat yoktur. Bu tür teşvikler ya tek elden uygulanmalı ya da en azından uygulayıcı kurumlar arasındaki koordinasyon güçlendirilmelidir.

▪ Risk sermayesi sektörünün gelişimini etkileyen bir diğer konu da likiditedir. Risk sermayesinin çıkış olanaklarının sınırlı olduğu yatırımlara yönelmesini beklemek akılcı değildir. KOBİ'lerin işlem görebileceği NASDAQ benzeri bir piyasanın kurulmasına ilişkin olarak SPK'nın çalışmaları devam etmektedir. Ancak, risk sermayesi yatırımını temsil eden hisse senetlerinin diğer ortaklara ya da başka yatırımcılara devredilmesinin de önemli ve etkin bir çıkış yöntemi olduğu unutulmamalıdır.

▪ Herhangi bir sistemin etkinliği o sistemin hizmet ettiği insanların yapısına uygun olup olmamasına da bağlıdır. Tam anlamıyla girişimci bir ortamın oluşturulması için, orta ve yüksek öğretim programlarında risk sermayesi ve girişimcilik eğitimi konusuna daha çok önem verilmelidir.

▪ Girişimciliği teşvik eden ortamın yaratılmasında iş yaşamındaki başarısızlığa bakış açısının değiştirilmesi de büyük önem taşımaktadır. Türk Ticaret Kanunu'nun güncelleştirilmesi çalışmaları sırasında, bu durum gözönünde bulundurulmalı ve yalnızca dolanlı iflasın cezalandırılması sağlanmalıdır.

▪ Tarafların hak ve menfaatlerini güvence altına alan bir hukuk sistemi de risk sermayesi yatırımlarının gelişmesi için gerekli ön koşullardandır. Özellikle, lisans ve entellektüel mülkiyet haklarını güvence altına alan hukuki sistemlerin yerleştirilmesi girişimciliğin yaratılmasında önemli bir unsurdur. Bu nedenle, patent ve lisans başvurularının etkin bir biçimde incelenmesi ve zamanında sonuçlandırılması gerekmektedir.

▪ Teknoloji bazlı, küçük şirketlerin gelişimini sağlamak için, ülkemizde inkübatör hizmetleri sunan ODTÜ-KOSGEB Ankara Teknoloji Merkezi gibi merkezlerin yaygınlaştırılması ve bu merkezlerin sunacakları desteğin artırılması gerekmektedir.

▪ Risk sermayesi yatırım sürecinin oldukça yüksek maliyetli bir aşaması da proje değerlendirmedir. Bu konuda risk sermayedarlarına KOSGEB ve TÜBİTAK gibi kurumların katkıda bulunmaları, gelişme aşamasında olan sektörün risklerini azaltarak, yatırımcı getirilerinin artmasını sağlayabilir.

▪ KOSGEB'in etkinliğinin artırılması ve Kredi Garanti Fonu mekanizmasının işler hale getirilmesi de ülkemizde risk sermayesi sektörünün gelişimine yönelik adımları tamamlayıcı nitelikte olmaları nedeniyle gereklidir.

Unutmamalıdır ki; bütüncül olması gereken sistemin diğer parçaları işlemedikçe, kurtarıcı gözüyle bakılan risk sermayesi sektörü beklenen gelişimi gösteremeyecek ve üç-beş kişinin bir araya gelip yaptığı müthiş buluşlarla, alev gibi yanıp sönen yaratıcılıklarıyla Türkiye teknoloji üreten bir ülke haline gelemeyecektir.

İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	V
HARİTA, TABLO, GRAFİK VE NOTLAR	VII
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM - GİRİŞİMCİLİK VE GÜÇLÜKLERİ	5
1.1. Yeni Olmanın Güçlükleri.....	5
1.2. Küçük Olmanın Güçlükleri	6
1.3. Belirsizlikten Kaynaklanan Güçlükler.....	6
14. Türk Girişimcilerinin Karşılaştığı Güçlükler	7
İKİNCİ BÖLÜM - RİSK SERMAYESİNE GENEL BİR BAKIŞ	9
2.1. Risk Sermayesi Kavramı.....	9
2.2. Risk Sermayesi Kavramının Gelişimi	10
2.3. Risk Sermayesinin Kaynakları	12
2.4. Risk Sermayesi Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar	14
2.5. Risk Sermayesinde Yatırım Tipleri.....	15
2.5.1. Çekirdek Sermayesi veya AR-GE Finansmanı	15
2.5.2. Başlangıç Sermayesi.....	15
2.5.3. Erken Aşama Finansmanı	15
2.5.4. Geçit Finansmanı	15
2.5.5. Gelişme-Büyüme Sermayesi	15
2.5.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman.....	15
2.5.7. Diğer Geç Aşama Yatırımları	16
2.6. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış	16
2.7. KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi	16
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM - RİSK SERMAYESİ SEKTÖRÜNÜN GELİŞTİRİLMESİNE YÖNELİK DEVLET PROGRAMLARI	18
3.1. Risk Sermayesi Sektörünün Gelişiminde Devletin Rolü	18
3.2. Risk Sermayesi Sektörüne Yönelik Devlet Programları Türleri	19
3.3. Risk Sermayesi Sektörüne Yönelik Devlet Programlarının Dizayn ve Uygulama Aşamalarında Dikkate Alınması Gereken Faktörler.....	21
3.4. Risk Sermayesinin Gelişiminde İsrail Örneği	22

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM - TÜRKİYE'DE KOBİ'LERE YÖNELİK DESTEKLER VE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI	28
4.1. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı.....	29
4.2. Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş.	30
4.3. Teknoloji Geliştirme Projesi	30
4.4. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı.....	31
4.5. Türkiye Halk Bankası A.Ş.	31
4.6. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.	32
4.7. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları.....	33
4.7.1. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.....	34
4.7.2. İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.	35
4.8. Risk Sermayesi Alanında Faaliyet Gösteren Diğer Kuruluşlar	36
SONUÇ, DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER	39
KAYNAKÇA	48

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
Ata Invest	: Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Başk.	: Başkaları
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BVCA	: İngiltere Risk Sermayesi Derneği
EIB	: Avrupa Yatırım Bankası
EVCA	: Avrupa Özel İştirak ve Risk Sermayesi Derneği
Finans Invest	: Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halk Bankası	: Türkiye Halk Bankası A.Ş.
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İTO	: İstanbul Ticaret Odası
İş Risk	: İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
KGF	: Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş.
KOSGEB	: Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme İdaresi Başkanlığı
NASD	: National Association of Securities Dealers
NASDAQ	: National Association of Securities Dealers' Automated Quotation
NVCA	: Amerika Risk Sermayesi Derneği
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
SBIC's	: Small Business Investment Companies
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TDA	: Teşebbüs Destekleme Ajansı
Tebliğ	: SPK'nın Seri:VI, No:10 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"

TOSYÖV	: Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri Vakfı
TTGV	: Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TSKB	: Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TÜBİTAK	: Türkiye Bilimsel ve Teknik Araştırma Kurumu
Vakıf Risk	: Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.
vb.	: Ve benzeri

HARİTA, TABLO, GRAFİK ve NOTLAR

HARİTA. Dünyanın Yeni Bir Haritası.....	3
TABLO I. Ülkemizde Girişimcilerin Karşılaştığı Sorunlar.....	7
TABLO II. ABD’de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı.....	11
TABLO III. ABD ve Avrupa’da 1995-1999 Yılları Arasında Yapılan Özel İştirak/Risk Sermayesi Yatırımlarının Kaynakları.....	13
TABLO IV. Asya’da 1999 Yılında Yapılan Özel İştirak/Risk Sermayesi Yatırımlarının Kaynakları.....	14
TABLO V. Risk Sermayesi Geliştirme Programları.....	20
TABLO VI. 10.000 Çalışan İçinde Mühendislerin Oranı.....	26
TABLO VII. Vakıf Risk’in Ortaklık Yapısı	35
TABLO VIII. İş Risk’in Ortaklık Yapısı	36
GRAFİK I. 1999 Yılı Verilerine Göre Kişi Başına Milli Gelir	24
GRAFİK II. İsrail’de Yıllık Enflasyon Oranları	25
GRAFİK III. Yıllar İtibariyle İsrail Risk Sermayesi Şirketlerince Yapılan Yatırımlar	25
GRAFİK IV. Yıllar İtibariyle Gayri Safi Milli Hasıla Büyüme Oranları.....	41
GRAFİK V. Yıllar İtibariyle Toptan Eşya Fiyat Endeksi Artış Oranları.....	41
NOT I. NASDAQ.....	12
NOT II. Varantlar.....	14
NOT III. İnkübatörler.....	22
NOT IV. Türkiye’de Makroekonomik İstikrarsızlık.....	41

GİRİŞ

“Küresel teknolojiye ayak uyduramayan milletler mevcut hayat standartlarını artırmak şöyle dursun, koruyamazlar bile.”

Jeffrey Sachs¹

Ekonomik büyümeye ilişkin açıklamalar çoğu kez makroekonomi çerçevesinde sınırlandırılmıştır. Ancak, ekonomik büyümeyi endüstriyel örgütlenme yapısı ile ilişkilendiren ve kökleri en azından Schumpeter'e kadar uzanan alternatif bir yaklaşım da mevcuttur. Bu yaklaşıma göre, endüstriyel yapı kıt kaynakların verimli kullanımına ne ölçüde olanak sağlarsa ekonomik büyüme ile ölçülen performans da o ölçüde yüksek olmaktadır.

Temel endüstriyel yapının belirleyicileri sabit kaldığında, endüstriyel yapıda bir değişim de beklenmemektedir. Ancak, belirleyici faktörler değiştiğinde endüstriyel yapı da değişecektir. Nitekim, teknolojik değişimlere bağlı olarak geçtiğimiz yüzyılın ilk yarısında endüstriyel yapıda artan merkezileşme ve yoğunlaşmaya doğru bir yönelim olduğu tespit edilmiştir.²

Yakın zamanda gerçekleştirilen bir dizi çalışmada ise endüstriyel yapıyı belirleyen faktörlerde bu trendi tersine çeviren bir değişime işaret edilmektedir.³ Bu değişimin en önemli unsuru teknoloji, küreselleşme, deregülasyon, talep esnekliği ve yüksek belirsizlik nedeniyle endüstriyel yapının yüksek merkezilik ve yoğunlaşmadan uzaklaşarak daha az yoğun ve daha az merkezi bir yapıya yönelmesidir. Bir dizi ampirik çalışma; belirleyici faktörlerdeki bu değişimin endüstriyel yapı üzerindeki etkilerine ilişkin iki sistematik bulguyu açığa çıkarmıştır.⁴ İlk bulgu, endüstriyel yapının küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin (KOBİ) rolünü artıran bir yönde ilerlediğidir. İkinci bulgu ise, bu değişimin boyutu ve zamanlamasının ülkeler arasında farklılıklar içerdiğidir. Küçük işletmelerin önemini artmasını doğuran endüstriyel yapı değişimi heterojendir ve ülkeye özel faktörlerle şekillenmektedir. Belirli ülkelerin politikaları ve kurumsal yapıları küreselleşme ve teknolojik değişimlere daha büyük oranda ve daha hızlı cevap verilmesini sağlamaktadır. Ülkeler arasında KOBİ'lere yönelişin boyut ve hız bakımından farklılıklar gösteriyor olmasının bir sonucu olarak, bazı ülke ekonomileri diğerlerine göre daha fazla büyüme gösterebilecektir.

¹ Harvard Üniversitesi (ABD) Uluslararası Kalkınma Merkezi Direktörü, Sachs, 24.06.2000: 2

² Chandler, 1990: 124

³ Audretsch, Baumol ve Burke, 2001: 613-614

⁴ Loveman ve Sengenberger, 1991: 1-37

Her ne kadar KOBİ'lerin önemini artıran değişimin boyut ve hızı ülkeden ülkeye önemli değişiklikler gösterse de, bu süreçte geri kalmanın sonuçları konusunda günümüze kadar çok fazla şey bilinmemekteydi. Ancak, girişimciliğin rolünün arttığı ekonomilerin daha fazla büyüyüp büyümediklerine ilişkin olarak Audretsch ve Thurik tarafından yapılan çalışma kayda değer sonuçlar ortaya koymuştur. Çalışmada girişimciliğin ölçüsü olarak ekonomik aktivitede KOBİ'lerin payı kullanılmıştır. Ekonomik aktivitenin performansı ise ekonomik büyüme ve istihdam ile ölçülmüştür. 23 OECD ülkesine ait veriler kullanılarak gerçekleştirilen ve farklı dönemler için tekrarlanan regresyon analizlerinden birbirleri ile tutarlı ve anlamlı sonuçlar elde edilmiştir: girişimcilikteki artışlar takip eden dönemde büyüme oranını ve istihdamı artırmaktadır.⁵

Bütün ülkeler ekonomik büyümeyi sağlamak ve işsizliği azaltmak hedeflerine yönelik olarak çeşitli politikalar takip ederler. Uygulanacak politikalara ilişkin tartışmalar da makroekonomi politikaları ve araçları üzerinde yoğunlaşmaktadır. Oysa Audretsch ve Thurik'in girişimcilik ile ekonomik büyüme ve istihdam arasındaki ilişkiyi ortaya koyan çalışmalarının sonuçları ekonomik büyüme ve istihdamın artırılması için bazı ek araçların da uygulanabileceğini göstermektedir. Bu araçların başında KOBİ'lerin kuruluş ve faaliyet koşullarının geliştirilmesine yönelik politikalar gelmektedir.

Dünya Bankası Türkiye direktörü Ajay Chhibber'ın ekonomik kriz nedeniyle sıkıntılı günler geçiren Türk firmalarına ilişkin bir değerlendirmesinde yer verdiği *"Eğer bu firmalar batarsa kim üretecek, kim ihracat yapacak, kim vergi ödeyecek ve makro dengeleri kim sağlayacak? Makro sektörün yararı için mikro düzeyde önlemler alınması gerekmektedir"* ifadesi de bu görüşü destekler niteliktedir.⁶

Çeşitli çalışmalarda, ekonomik aktiviteye katkısı girişimciliğin ölçütü olarak kullanılan KOBİ'lerin yeni teknoloji üretme potansiyelinin boyutları ekonomik büyüme ile girişimcilik arasındaki ilişkiyi daha da güçlendirmektedir. Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra ülkeler arenasında çift kutuplu dünyadan tek kutuplu dünyaya geçildiğine ilişkin görüşler ortaya atıldı. Oysa Sachs'ın deyişiyle *"Ülkeler arasındaki egemen kutuplaşma artık ideolojik bazda değil, teknolojik bazdadır ve ekonomik kalkınmaya ilişkin görüşler bu çerçevede gözden geçirilmelidir"*.⁷

⁵ Audretsch ve Thurik, 2001: 17-29

⁶ JP Morgan, 2001: 5

⁷ Sachs, 24.06.2000: 99

HARİTA : Dünya'nın Yeni Bir Haritası



Kaynak: Sachs, 24.06.2000: 99

Soğuk savaşın bitişi ile birlikte ideolojik duvarlar yıkılmıştır ancak aynı dönemde teknolojik bazlı görünmez duvarların inşası da hızlanmıştır. Dünyadaki teknolojik yeniliklerin hemen hemen tamamı dünya nüfusunun sadece %15'ini oluşturan ülkelerde gerçekleştirilmektedir. Dünya nüfusunun ancak yarısına yakın bir bölümünün yaşadığı ülkeler ise geliştirilen yeni teknolojileri üretim hatlarına adapte edebilmektedirler. Dünya nüfusunun geride kalan üçte birlik bölümü ise teknolojik mahrumiyetin pençesinde; ne yeni teknoloji geliştirebilirler ne de diğer ülkelerde geliştirilen yeni teknolojileri adapte edebilirler.⁸ Ne yazık ki dünyamıza teknolojik kutuplaşma açısından bakıldığında, Türkiye de teknolojik mahrumiyet bölgeleri arasında gösterilmektedir. Türkiye'nin de içinde bulunduğu teknolojik mahrumiyet bölgelerinin ortak özelliği ise fakirliktir. Ancak ideolojik sınırların yerini alan teknolojik sınırlar sabit değildir, yakın zamana kadar teknolojik mahrumiyet bölgeleri arasında gösterilen bazı ülkeler zamanla teknoloji adapte edebilen ikinci grup ülkelerin arasına katılmayı başarmış, hatta içlerinden birkaç tanesi (Tayvan, Güney Kore ve İsrail) teknolojik yenilik yapabilen ülkeler haline gelmişlerdir.

Bazı ekonomistler, gelişmekte olan ülkelerin yeni teknolojilerin adapte edilmesi konusunda hemen hemen aynı konumda oldukları ve aynı avantaj ve dezavantajlarla karşı karşıya oldukları kanısındadırlar. Ancak bu oldukça iyimser bir yaklaşımdır. Zira, coğrafik konum ülkelerin teknolojik adaptasyon yeteneklerini doğrudan etkilemektedir. Teknoloji transferinde başarılı olan ülkelerin pek çoğu ya önemli pazarlara yakınlıklarıyla ya da önemli ticaret yolları üzerinde olmalarıyla dikkat çekmektedir. Hindistan ve Çin'in kıyı bölgeleri ile Meksika, Polonya, Macaristan, Singapur, Hong Kong bu özellikleri taşıyor olmanın avantajlarını başarılı politikalarla değerlendirebilmiş bölgelerdir. Oysa Orta Asya

⁸ Sachs, 24.06.2000: 99

ve Çin ile Hindistan'ın kıyıda uzak bölgeleri teknoloji transferinde daha geri kalmışlardır. Teknoloji transferi konusunda coğrafi konum önemli bir avantaj olmakla birlikte bu avantajların değerlendirilebilmesi ve potansiyelin harekete geçirilebilmesi ayrı bir konudur. Nitekim, coğrafi konumu değerlendirildiğinde Türkiye'nin önemli pazarlara (Avrupa, Orta Asya ve Orta Doğu) yakınlık ve ticaret yolları üzerinde olma konusunda belirgin avantajlara sahip olduğu gözden kaçmamakla birlikte teknolojik kutuplaşmada bu potansiyelini değerlendirebileceği bir noktada yer alamadığı görülmektedir.

Ekonomik büyüme ile girişimci küçük firmaların ilişkisi ve konunun teknoloji boyutu birlikte değerlendirildiğinde karşımıza Risk Sermayesi (Venture Capital) kavramı çıkmaktadır. Hem girişimci küçük firmaların kuruluş ve gelişimleri, hem de yeni teknolojilerin transfer edilmesi ve geliştirilmesi için sağlıklı bir risk sermayesi sisteminin gerekli olduğu düşüncesi sıklıkla vurgulanmaktadır.

Yenilikçi, riske girme ve esneklik açısından üstünlük sağlayan, teknolojik yeniliklerin önemli bir kaynağı ve büyük işletmelerin çekirdekleri olan ve ülke ekonomisi içinde hayati öneme sahip küçük ve orta boy işletmeler yeni teknolojik veya yüksek riskli girişimler için sermayeye ihtiyaç duyarlar. Ancak, finansal sorunları nedeniyle büyüme gösteremedikleri gibi, çoğu zaman varlıklarını dahi zorlukla sürdürebilmektedirler. Çünkü, bu işletmeler gelişmiş sermaye piyasalarının uzun vadeli finansman kaynaklarından yeterince faydalanamamaktadırlar. Bu nedenle de gelecekteki büyümeleri için özkaynaklarına ve banka kredisine dayanmak zorunda kalmaktadırlar. Ancak, bu işletmelerin gerek güvenilirlik veya teminat sıkıntıları, gerekse kredi maliyetlerinin fazlalığı nedeniyle bankacılık sisteminden sağladıkları kaynaklar kısıtlı olabilmekte ve özkaynaklarla finansmanın da sınırlı olması başka bir finansman kaynağına duyulan ihtiyacı artırmaktadır. İşte bu finansman ihtiyacının özsermaye benzeri özel bir finansman kaynağı olan risk sermayesi sayesinde karşılanabileceği düşünülmektedir.

Bu çalışmanın birinci bölümünde girişimcilerin önündeki engellere değinilecek, ikinci bölümde bu sorunların çözümünde etkili olabilecek bir model olarak da algılanan risk sermayesi modeli tarihsel gelişimi ile birlikte ele alınacaktır. Üçüncü bölümde risk sermayesinin geliştirilmesine yönelik devlet destekleri incelenecek ve risk sermayesi alanında dikkat çekici bir gelişme sergileyen İsrail örneği üzerinde durulacaktır. Dördüncü bölümde ülkemizde risk sermayesinin mevcut durumu değerlendirilecektir. Son bölümde ise ülkemizde risk sermayesinin gelişimine yönelik öneriler sunulacaktır.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞİMCİLİK VE GÜÇLÜKLERİ

“Girişimcilik bir deneydir ancak bu deneyi diğer deneylerden farklı kılan onun bir araştırma laboratuvarında değil yeni olmanın ve küçük olmanın güçlükleri ve doğrulanmayan hipotezlerin doğuracağı ağır cezaların egemen olduğu bir ortamda gerçekleştirilmesidir.”

Rita Gunther Mc Grath⁹

Girişimcilik yenilikler yoluyla ekonomik değer üretimidir. Dünyanın neresinde girişimcilikten söz ediliyorsa birbirleri ile ilişkili şu fonksiyonlar işliyor demektir:¹⁰

- a) Yeni bir ürün, hizmet, üretim süreci ya da pazarın tespiti,
- b) Yeni fırsatın karlılığının hesaplanıp değerlendirilmesi,
- c) Yeni konseptin hayata geçirilebilmesi için yeterli finansal kaynaklara erişilmesi,
- d) Hammadde gibi maddi kaynaklara ve teknolojilere erişilmesi,
- e) Yeni ürün ya da hizmeti üretecek ya da müşterisine ulaştıracak yetenekte eğitilmiş insan gücüne erişilmesi,
- f) Devlet organlarıyla karşılıklı yarara dayanan ve sürprizlere açık olmayan, tahmin edilebilir bir ilişki,
- g) Uygun tedarikçi ve müşterilere erişilmesi.

Rita Gunther Mc Grath'ın deyişiyle *“Başarısızlık tabii ki sadece girişimci küçük firmalara has değildir. Aksine, iş dünyası, yapılanmasını çoktan tamamlamış kuruluşların kurbanı olduğu pek çok felakete de tanıklık etmiştir”*.¹¹ Ancak girişimci firmalar yapılanmasını tamamlamış kuruluşların karşı karşıya oldukları engellere ek olarak yeni olmaktan, küçük olmaktan ve belirsizliğin fazla olmasından kaynaklanan engellerle de mücadele etmelidirler.

1.1. Yeni Olmanın Güçlükleri

Stinchombe yeni olmaları nedeniyle girişimci firmaların bazı güçlüklerle karşı karşıya olduklarını iddia etmektedir.¹² Hatırı sayılır sayıda ampirik araştırma bu hipotezdesteklemektedir (Araştırmalar için bakınız: Carroll ve Delacroix, 1982:169-198;

⁹ Columbia Üniversitesi (ABD) İşletme Enstitüsü öğretim üyesi, Mc Grath, 1996: 14-15

¹⁰ Steers, 1999: 9

¹¹ Mc Grath, 1996: 9

¹² Stinchombe 1965:23-24

Singh, Tucker ve House, 1986:587-611; Levinthal ve Fichman,1988:345-506). Firma yaşı ile firma faaliyetlerinin sona ermesi oranı negatif korelasyonludur.

Girişimci firmalar neden sadece yeni oldukları için bazı güçlüklerle karşılaşılır? Bu sorun organizasyonla onun dış çevresi arasındaki bağ nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Girişimci firmalar ayakta kalabilmek için girdileri temin etmek, bu girdileri ürüne dönüştürecek mekanizmayı kurmak ve bu ürünleri satmak zorundadırlar. Firmaların bütün bu işlemleri gerçekleştirmeleri için birtakım değiş-tokuşlarda bulunmaları gerekir. Yeni olmak bu noktada sorunlar üretir. Girişimci firmalar değiş-tokuşta bulunacakları muhataplarından oluşan bir kümeyi sıfırdan başlayarak inşa etmek durumunda kalırlar. Girişimci firmalar bu kümeyi oluştururken kurumsallaşmış firmaların sahip olduğu erişim gücü ve deneyimden de yoksundurlar. Girişimci firmanın değiş-tokuşta bulunacağı potansiyel muhatapları da girişimci firma ile iş yapıyor olmanın getirdiği bir riskle karşı karşıyadırlar ve çoğu zaman girişimci firma bu riskin bedelini de ödemek zorunda kalır.¹³

1.2. Küçük Olmanın Güçlükleri

Girişimci firmalar, küçük olmaları nedeniyle daha büyük firmalara göre daha fazla güçlüklerle karşı karşıyadırlar. Her ne kadar bu konu yeni olmanın güçlükleri kadar yoğun olarak çalışılmamışsa da firmaların küçük olması ile faaliyetlerini sürdürebilmeleri arasında negatif bir korelasyon tespit edilmiştir. Araştırmacılar bu durumu küçük firmaların karşı karşıya oldukları kaynak kıtlığına bağlamaktadırlar.¹⁴ Küçük firmalar fon ihtiyaçlarının fon kaynaklarını aştığı, ihtiyaç duyulan önemli yeteneklerin temin edilemediği durumlarla büyük firmalara göre daha sıklıkla karşılaşılır.

1.3. Belirsizlikten Kaynaklanan Güçlükler

Yeni olmanın ve küçük olmanın güçlüklerini daha belirgin ve etkin kılan ise girişimcilik olgusunun kaçınılmaz bir parçası olan belirsizliktir. Belirsizlik bir yandan girişimciye diğer büyük firmaların değerli bulmayacağı fırsatlar sunarken bir yandan da aşılması gereken güçlükler doğurur. Yanlış tahminler kaynakları sınırlı olan girişimci küçük firma için büyük sıkıntılarla sonuçlanabilir. Girişimci küçük firma yönetiminde önemli yeteneklerin olmaması gibi içsel etmenler ve firmanın faaliyet gösterdiği pazar segmentindeki talebin değişkenliği gibi dışsal etmenler yanlış tahminlerin sonuçlarını ağırlaştırır.

¹³ Morris, Lewis ve Sexton, 1994:21-31

¹⁴ Aldrich ve Auster, 1986:23-25

14. Türk Girişimcilerinin Karşılaştığı Güçlükler

Girişimci küçük firmaların karşı karşıya oldukları güçlüklerin neden kaynaklandığının ortaya konulması kadar önemli olan bir başka husus ise bu güçlüklerin kendilerinin tespitidir. Yeni olmak, küçük olmak ve belirsizlikten kaynaklanan güçlüklerden ülkemiz özeli için en önemlilerinin neler olduğunun tespiti bu güçlüklerle mücadele eden girişimcilere destek olma adına atılacak adımlar için bir ön şarttır.

Devlet İstatistik Enstitüsü'nün 1992 Genel Sanayi ve İşyerleri Sayım sonuçları veri alınarak ve illerin büyüklüğü, küçük ve orta ölçekli sanayinin yoğunlaşması ve coğrafi dağılımı ile imalat sanayiinde her ilin sahip olduğu küçük ve orta ölçekli işletme (1-99 arasında işçiye sahip işletme) sayısı oransal olarak göz önüne alınarak 20 ilde örnekleme ile seçilen 512 işletmeye uygulanan anket çalışmasında; KOBİ'lerin finansal sorunları içinde en önemli üç problem, maliyetlerdeki değişkenlikler, alacakların tahsilindeki gecikmeler ve kredi faiz oranlarının yüksekliği olarak tespit edilmiştir.¹⁵

TOSYÖV'ün Mart 2001'de 13 ilde (İstanbul, Ankara, İzmir, Karabük, Mersin, Burdur, Çanakkale, Mardin, Balıkesir, Adana, Gaziantep, Denizli, Kayseri) 1.258 girişimci üyesinin katıldığı anket sonuçlarına göre girişimciliğin önündeki en önemli sorunlar aşağıdaki tabloda verilmektedir.¹⁶

TABLO I

Ülkemizde Girişimcilerin Karşılaştığı Sorunlar

Sorun	%
Siyasi ve Ekonomik Yönetime Güvensizlik	20,7
Kredi Faizleri Yüksekliği ve Belirsizliği	19,8
Girdi Maliyetlerinin Yüksekliği ve Belirsizliği	15,7
Talep Yetersizliği	11,5
Vergi ve Sigorta Oranlarının Yüksekliği	8,5
Kalifiye Eleman ve Bilgi Eksikliği	7,7
Tahsilat Gecikmeleri	6,9
Bürokrasi	4,6
İhracata Bürokratik Engeller	4,6

¹⁵ Sarıaslan, 1996: 52-53

¹⁶ TOSYÖV, 2001: 5

Prof. Dr. Halil Sariaslan'ın ifadesiyle “Ülkemizde mevcut finansal sistem KOBİ'lerin aleyhine işlemektedir”.¹⁷ Ülkemizde bankalarca toplanan toplam tasarruflar içinde en önemli pay zaten devlet tarafından emilmekte, krediye dönüştürülebilecek tasarrufların diğer bölümü ise çoğunlukla bankaların kendi grup şirketlerine yönlendirilmektedir. Bu yapıda KOBİ'lere bir şey kalmamaktadır. Ayrıca bankalar KOBİ'leri çok riskli gördüklerinden özellikle yüksek oranlarda teminat talep etmektedirler.

KOBİ'lerin kredi temininde karşılaştıkları güçlükler Mac Millan Gap Fenomeni ile açıklanmaktadır. Mac Millan Gap, İngiltere'de Harold Mac Millan başkanlığında yapılan ve geleneksel bir banka sisteminde kredilerin kendini ispatlamış büyük anonim ortaklıklara yöneldiğini, dolayısıyla yeni girişimcilerce kurulan küçük işletmelerin banka kredilerinden yararlanamadıklarını ispatlayan araştırmaya verilen isimdir. Ülkemizde de bu sorunun olduğu ilk kez İTO'nun 4.671 firmayı kapsayan çalışmasıyla ortaya konmuştur.¹⁸

Etkinliği yüksek ekonomilerde sorunun çözümü tesadüflere bırakılmamaya çalışılmakta, soruna çözüm yolları aranmaktadır. Bu ülkelerde, finansal imkanlara sahip olanlardan girişimcilik niteliklerine sahip olanlara fon aktarılacak suretiyle, sorunun ekonomik açıdan etkin bir şekilde çözülmesine çalışılmaktadır.¹⁹

Girişimci firmaların, kredi teminindeki güçlükler ve yönetim zaafiyetleri olarak özetlenen sorunlarının çözümüne yönelik arayışlar dikkatleri risk sermayesi finansman modelinin üzerinde yoğunlaştırmaktadır. Çalışmanın bir sonraki bölümünde yatırım yapılan şirketlere hem finansal hem de yönetsel desteği birlikte sunabilen risk sermayesi finansman modeli incelenecektir.

¹⁷ Sariaslan, 26.09.2001

¹⁸ Tuncel, 1996: 113

¹⁹ Müftüoğlu, 1997: 180

İKİNCİ BÖLÜM

RİSK SERMAYESİNE GENEL BİR BAKIŞ

“Ünlü risk sermayecilerinin söylediği bir söz vardır: ‘Benim işim insanların rüyalarını gerçekleştirmelerine yardımcı olmaktır’... “

Patrick Keating²⁰

Özellikle KOBİ’lerin finansman sorunlarının çözümüne yönelik önerilerin sunulduğu çalışmalarda sıklıkla risk sermayesi modelinin bu sorunların çözümüne önemli katkılarda bulunabileceği ifade edilmektedir.²¹ Bu önerinin değerlendirilebilmesini teminen risk sermayesi kavramına ve bu alandaki tarihsel gelişime göz atılmasında yarar vardır.

2.1. Risk Sermayesi Kavramı

Finans bilimi ile ilgili terimlerin açıklamalarının yer aldığı Investopedia adlı internet sitesinde *“İstisnai büyüme potansiyeline sahip başlangıç aşamasındaki firmalarla küçük firmaların kullanımına sunulan para”*²² olarak tanımlanan risk sermayesi, Amerika Risk Sermayesi Derneği (NVCA)’nce *“önemli ekonomik değerler üretme potansiyeli olan, genç ve hızlı büyüyen firmalara yatırım yapan profesyonellerin sağladığı para”*²³ olarak, İngiltere Risk Sermayesi Derneği (BVCA)’nce ise *“borsaya kote olmayan firmaların büyüüp başarılı olabilmeleri için, hisse senetlerinin satın alınması yoluyla uzun vadeli finansman sağlayan para”*²⁴ olarak tanımlanmaktadır.

Risk sermayesi kavramı ile birlikte anılan bir başka kavram ise **Özel İştirak** (Private Equity)’tir. Avrupa uygulamasında bu iki kavram çoğu kez eş anlamlı olarak kullanılsa da risk sermayesinin özel iştirakın bir türü olduğu düşüncesi de yaygındır. Herhangi bir borsaya kote olmayan şirketlere ortaklık yolu ile sermaye sağlayan özel iştirak, yeni ürün ve teknolojilerin geliştirilmesi için kullanılabileceği gibi işletme sermayesinin artırılması, şirket devralması ve bir şirketin mali yapısının güçlendirilmesi gibi amaçlar için de kullanılabilir.

Avrupa Özel İştirak ve Risk Sermayesi Derneği (EVCA) risk sermayesi ve özel iştirak kavramlarına ilişkin olarak *“Özel iştirakın bir türü olan risk sermayesi, bir şirketin kuruluşu, ilk gelişme dönemi ve genişlemesi sırasında sağlanan sermayedir. Farklı ülkelerde risk sermayesi ve özel iştirak kavramlarının anlamlarına ilişkin olarak farklı*

²⁰ Strateji Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü Başkanı, TTGV, 2000: 142

²¹ Erkumay, 2000: 23,24

²² <http://www.investopedia.com>

²³ <http://www.nvca.org>

²⁴ <http://www.bvca.co.uk>

*düşünceler mevcuttur. Avrupa'da bu kavramlar genellikle eş anlamlı olarak kullanılmaktadır*²⁵ görüşünü benimsemektedir.

Risk sermayesi ile riski yüksek girişimlere kaynak aktarılmakla birlikte, aynı zamanda sermayedar da yeni yatırımları ve büyümeye çalışan genç işletmeleri finanse edip büyük kar sağlamak amacını güder. Bu temel özelliği ile risk sermayesi, iyi bir iş kurma fikrine ve gerekli girişimcilik yeteneği ve bilgisine sahip olan; ancak, yeterli ya da hiç sermayesi olmayan bireye ya da bireylere fikirlerini gerçeğe dönüştürmek için gerekli finansmanı bulma imkanı sağlayabilmektedir. Risk sermayesi kaynaklarını talep eden girişim şirketleri, yeni kurulmakta olan ya da genç şirketler olup, yeni olmaktan, küçük olmaktan ve belirsizlikten kaynaklanan güçlüklerle karşı karşıyadırlar. Bu nedenle amaçladıkları faaliyetleri gerçekleştirip gerçekleştiremeyecekleri, başarı ve kâr elde edip edemeyecekleri bilinmeyen şirketlerdir ve bu anlamda, risk sermayedarları riskli bir yatırıma fon aktarmaktadırlar. Diğer taraftan, yatırım yapılan girişim şirketlerinin başarılı olması ve hisselerinin beklenen ölçüde değer kazanması halinde yatırım yapılan fonlar yüksek sermaye kazancı ile birlikte risk sermayedarlarına geri dönmektedir.

Risk sermayesini sunanlar genel olarak;

- a) Yeni ve hızlı büyüyen firmaları finanse ederler,
- b) Finansmanı ortaklık tesisi yoluyla gerçekleştirirler,
- c) Yatırım yapılan firmanın yeni ürün ve hizmetler geliştirmesine destek olurlar,
- d) Yönetime katılarak yatırım yapılan firmanın gücünü artırırılar,
- e) Yüksek getiri beklentisi ile yüksek riskler alırlar,
- f) Uzun vadeli yatırım yapmaya eğilimlidirler.²⁶

Girişimciler bir tür yatırım önerisi olan bir ***iş planı*** ile risk sermayedarlarına başvuruda bulunurlar. İş planı yeni girişim önerilerinin vazgeçilmez, kritik unsurudur. Planın, tam bir şekilde, açık, anlaşılır ve iyi sunulmuş olması gereklidir.

2.2. Risk Sermayesi Kavramının Gelişimi

Risk sermayesinin ortaya çıkışı ile ilgili çok farklı teoriler olmakla birlikte, modelin ilk kurumsallaşmış örneği ABD'de 1946 yılında kurulmuş olan, Amerikan Research and Development Corporation of Boston olarak kabul edilir (Şirket'in, 1957 yılında bilgisayar firması Digital'e yapmış olduğu 70.000 ABD Doları tutarındaki yatırım 15 yıl içinde 5.000 kat artarak 350 milyon ABD Doları'na yükselmiş ve Digital başka bir bilgisayar firması olan Compaq ile 1998 yılında birleştiğinde değeri 10 milyar ABD Doları'na ulaşmıştır). 1958 yılına kadar bu sektörde resmi bir çalışma yapılmamıştır. Ancak küçük işletmelerin

²⁵ <http://www.evca.com>

²⁶ <http://www.nvca.org>

finansmanı konusunda bir takım çalışmalar yapılmış ve bunun sonunda “Small Business Investment Act” yürürlüğe girmiştir. Bu kanunla da “Small Business Investment Company (SBIC)”ler; yani, küçük ölçekli firmalara yatırım yapan firmalar oluşturulmuştur. SBIC'ler başlangıçta beklenen başarıyı gösterememiş olmalarına rağmen, risk sermayesi sektörünün gelişmesinde önemli bir rol oynamışlardır.

1970'li yıllara kadar ABD risk sermayesi sektöründe etkin olan yatırımcılar, başlangıç aşamasındaki girişimci firmalara yatırım yapmaktan çekinen Rockefeller, Fifth ve Whitney aileleri olmuştur. Profesyonel risk sermayesi havuzları ise ancak 1970'li yılların başında oluşturulmaya başlamıştır. 1978 yılına kadar risk sermayesine ilgi ciddi boyutlarda olmamıştır. 1978 yılında emeklilik fonlarına ilişkin düzenlemelerde yapılan değişiklikler neticesinde bu fonların varlıklarının %5'ine kadar olan bir bölümünü riskli yatırımlara kanalize edebilmelerine olanak sağlanmıştır. Bu düzenleme ile birlikte risk sermayesi sektörüne para akmaya başlamıştır. Risk sermayesinin bu gelişimi özellikle 1980'li yıllarda büyük bir başarı ile uygulama alanı bulmuştur.²⁷

ABD'de 1980'li yıllarda yapılan risk sermayesi yatırımlarının toplam tutarı 15 milyar ABD Doları düzeylerinde iken sektörde 1990'lı yıllarda belirgin bir patlama yaşanmıştır. ABD'de son 10 yılda yapılan risk sermayesi yatırımlarının izlediği seyir Tablo II'de verilmektedir.²⁸

TABLO II

ABD'de Yapılan Risk Sermayesi Yatırımlarının Yıllar İtibariyle Dağılımı

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

²⁷ Solomon, 1996: 5

²⁸ <http://www.nvca.org>

ABD’de risk sermayesi sektöründe Netscape’in kurulduğu 1996 yılından itibaren daha yüksek bir ivme kazanılmıştır. Son 2 yılda ise risk sermayesi sektörü önemli gelişmelere sahne olmuştur. Bir yüksek teknoloji ve internet fikirleri dalgası, yüklü miktarda risk sermayesi ve likiditeyi artıran uygun mali piyasalar -kısacası bütün parçalar-biraraya gelerek risk sermayesi sektörüne altın yıllarını yaşatmışlardır. 2000 yılı içerisinde NASDAQ’ta (Bakınız: Not I), özellikle de teknoloji hisselerinde gözlenen önemli düşüşler ise risk sermayesi sektörü hakkında çeşitli şüphelere yol açmıştır. Ancak, sektör profesyonelleri bu düşüşün yatırımcıları daha tutarlı ve rasyonel yatırım politikalarına sevk ettiğini ve aslında risk sermayedarları ile girişimciler için olumlu bir gelişme olduğunu düşünmektedirler.²⁹

NOT I: NASDAQ

NASDAQ (National Association of Securities Dealers’ Automated Quotation), NASD’ın (National Association of Securities Dealers) 1971’de kurduğu bir bilgisayar ve telekomünikasyon sistemine dayanan elektronik araçlar arası kotasyon sistemidir. NASDAQ hisse senetleri piyasası dünyanın en büyük elektronik ve ekrana dayalı bir tezgah üstü piyasasıdır. Yenilikçi ve hızlı büyüme potansiyeline sahip şirketlere yönelik olan NASDAQ iki pazardan oluşmaktadır. NASDAQ’ın ilk pazarı olan Ulusal Pazar’da (National Market) hisse senetleri hızlı işlem gören büyük şirketler yer aldığı için bu pazara giriş şartları daha ağırdır. Küçük Ölçekli Pazar’da (Small Cap Market) ise büyüme potansiyeline sahip şirketlerin hisse senetleri işlem görmektedir.³⁰

Risk sermayesi ABD’den sonra İngiltere ve Japonya’da da uygulama imkanı bulmuş, bu ülkeleri gelişmiş Batı Avrupa ülkeleri ve gelişmekte olan diğer ülkeler takip etmiştir. Avrupa’da özellikle İngiltere risk sermayesi sektörünün önemli bir hacme ulaştığı görülmektedir. Fransa, İtalya ve Almanya’da ise risk sermayesi sektörü hala yeterli büyüklüğe ulaşmamıştır.³¹

2.3. Risk Sermayesinin Kaynakları

Risk sermayedarlarını öncelikle bireysel ve kurumsal risk sermayedarları olarak iki gruba ayırmak mümkündür. Bireysel risk sermayedarları devamlı olarak, yatırım yapılacak yeni girişimler ararlar. Genellikle proje veya yeni kurulma aşamasındaki girişimleri tercih ederler. Ayrıca risk sermayesi yatırımında buldukları işletmelerin yönetiminde de

²⁹ Knowledge@Wharton, 30.08.2001

³⁰ Erkumay, 2000: 29

³¹ Viala, 1998: 132

aktiftirler. Kurumsal risk sermayedarları ise, birçok işletmeye risk sermayesi yatırımı yaparak riskini dağıtmaya çalışırlar. Yatırım yaptıkları işletmelerin yönetiminde de bireysel yatırımcılar kadar aktif değildirler.

Kurumsal risk sermayedarlarının kaynakları emeklilik fonları, sigorta fonları, uluslararası fonlar, banka fonları, büyük şirket ve sermaye gruplarının kaynakları, büyük işletmelerin araştırma ve geliştirme veya yeni ürün departmanları için ya da yüksek kar elde etmek amacı ile ayırdıkları fonlar ile hükümetlerin küçük ölçekli işletmelerin gelişimini desteklemek ve sermaye yatırımlarının artışını teşvik etmek amacıyla oluşturduğu fonlardır. Bu fonların kaynaklarının uzun vadeli olması nedeniyle uzun vadeli yatırımlar için de uygundur. Kurumsal fonlar sürekli bir nakit akışına sahip olmaları nedeniyle sermaye piyasalarında sürekli talep bulabilirler.

Özetle, bireyler, bankalar, özel sigorta şirketleri, sosyal güvenlik kuruluşları, büyük sermaye grupları ve hatta devlet bile risk sermayedarı olabilmektedir. Farklı türdeki risk sermayedarlarının sektördeki payı ise ABD ve Avrupa uygulamasında farklılıklar göstermektedir. ABD’de risk sermayesi kaynaklarının yaklaşık %50’si emeklilik fonlarınca sağlanmakta iken Avrupa’da sektörün en büyük aktörleri bankalardır. Avustralya ve Yeni Zellanda uygulamasında ABD ile paralel bir yapı hakimdir. Japonya ve Güney Kore’de ise bütünüyle farklı bir yapı karşımıza çıkmaktadır. ABD, Avrupa, Avustralya, Yeni Zellanda, Japonya ve Kore’de gerçekleştirilen özel iştirak/risk sermayesi yatırımlarının kaynak yapısına ilişkin bilgiler Tablo III ve Tablo IV’te verilmektedir.³²

TABLO III

ABD ve Avrupa’da 1995-1999 Yılları Arasında Yapılan Özel İştirak/Risk Sermayesi Yatırımlarının Kaynakları

	ABD (%)	Avrupa (%)
Emeklilik Fonları	50,0	22,6
Bankalar ve Sigorta Şirketleri	9,1	40,1
Büyük Sermaye Grupları	15,1	9,2
Varlıklı Bireyler ve Aileler	11,3	6,0
Diğer (Yabancı yatırımcılar, devlet, vakıflar, vb.)	14,5	22,1

³² Baygan ve Freudenberg, 2000: 45

TABLO IV**Asya'da 1999 Yılında Yapılan Özel İştirak/Risk Sermayesi Yatırımlarının Kaynakları**

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

2.4. Risk Sermayesi Yatırımlarında Kullanılan Finansal Araçlar

Risk sermayesi yatırımında temel araç hisse senedi olmakla birlikte, bazı durumlarda kullanılan risk sermayesi karşılığı doğrudan ortak olmak yerine, hisse senedine dönüştürülebilir tahvil ya da hisse senedi varantı alınır (Bakınız: Not II). Bu gibi durumlarda doğrudan özkaynak desteği yerine borçla özkaynak arasında olabilen bir finansman desteği sağlanmış olur. Böylece ortaklık ileri bir tarihe ertelenmiş ve dolayısıyla özkaynak yatırımının getirdiği risk de ertelenmiş olur. Çünkü, istenince daha önce belirlenmiş şartlara göre tahviller hisse senedine dönüştürülebilir ya da önceden belirlenmiş bir fiyattan belirli miktarda hisse senedi, varant hakkı kullanılarak satın alınabilir.³³

NOT II: Varantlar

Varantlar türev araçlar veya hibridler olarak adlandırılan, diğer bir ifade ile başka bir varlığa dayalı olarak çıkarılan finansal araçlardır. Hisse senedi varantı sahibine bir şirketin belirli sayıda hissesini belirli bir fiyattan, daha önce belirlenen bir dönem içerisinde satın alma hakkı veren sermaye piyasası aracıdır. Bu yönüyle hisse senedi varantı, hisse senedi satın alma hakkı veren bir opsiyon sözleşmesine benzerdir.³⁴

³³ Çizakça, 1999: 46

³⁴ Akpınar, 1999: 1,3

2.5. Risk Sermayesinde Yatırım Tipleri

Risk sermayesi yatırımları çekirdek sermayesi veya AR-GE finansmanı (seed capital), başlangıç sermayesi (start-up capital), erken aşama finansmanı (early stage finance), geçit finansmanı (gate finance), gelişme-büyüme sermayesi (expansion/development capital), köprü finansmanı ve ara finansman (bridge finance, mezanine finance) ve diğer geç aşama yatırımları şeklinde sınıflandırılabilir.

2.5.1. Çekirdek Sermayesi veya AR-GE Finansmanı

Çekirdek sermayesi genel olarak üretim ve araştırma bazlı hizmetlere uygulanabilir. Çünkü bu yatırım aşamasında finanse edilen bir işletme değil, düşünce aşamasında olan yeni bir teknoloji veya yeni bir pazar yaklaşımına sahip olan girişimcidir.

2.5.2. Başlangıç Sermayesi

Ürün geliştirme veya pazara girişte kullanma amacıyla firmaların finanse edilmesi olarak tanımlanabilir.

2.5.3. Erken Aşama Finansmanı

Bu aşama, ürün geliştirme aşamasını bitirmiş ticari amaçlı üretim ve satış için fon gereksinimi olan firmaların finansmanı olarak tanımlanabilir.

2.5.4. Geçit Finansmanı

İkinci aşama finansmanı da denilen geçit finansmanı, daha önce tedarik ettiği erken aşama sermayesini artan gereksinim nedeniyle tüketmiş, tam kapasiteyle üretim ve satış yapabilmek için ek sermayeye ihtiyaç duyan girişimcinin finansmanıdır.

2.5.5. Gelişme-Büyüme Sermayesi

Bu fonlar işletmelerin artan üretim kapasitesini, pazar payını, ürün geliştirmesini veya ek çalışma sermayesinin finansmanı için kullanılır.

2.5.6. Köprü Finansmanı ve Ara Finansman

Köprü finansmanı bir şirketin daha fazla risk sermayesi sağlayana ya da bir borsaya satışa çıkana kadar finanse edilmesine yardım eder. Ara finansman, ise aslında bir köprü finansmanı biçimi olup, 2 yıldan az bir vade yapısı ve devir veya satış ya da halka arza dek sağlanan son finansmandır.

2.5.7. Diğer Geç Aşama Yatırımları

Mevcut bir sermayedarın paylarının tümünü ya da bir kısmını satmasına olanak sağlamak için temin edilen fonlar (Yerine koyma sermayesi), karsız çalışan bir firmanın iç yönetiminin, pazarlamasının ve diğer durumlarının değiştirilerek karlı hale getirilmesinde kullanılan fonlar (Şirket kurtarma finansmanı) ve şirket paylarının, varlıklarının satın alınması için kullanılan fonlar (Leveraged Buy Out; Management Buy-Out; Management Buy-In) diğer geç aşama yatırımlarıdır.³⁵

2.6. Risk Sermayesi Yatırımlarından Çıkış

Risk sermayesi finansmanında amaç yatırım yapılan şirkette ortaklığın sonsuza kadar sürdürülerek temettü geliri elde edilmesi değildir, risk sermayesi sağlayan şirketin yatırım politikası ve stratejilerine bağlı olarak belirli bir süre sonra yatırımın likidasyonu gündeme gelecektir. Likidasyon stratejilerinin doğru belirlenmesi risk sermayedarının başarısını artıran önemli bir etmendir. Risk sermayedarı elindeki hisse senetlerini, değerleri en yüksek olduğu noktada satarak yatırımdan beklediği maksimum faydayı sağlamaya çalışacaktır.

Likidasyonun en çok bilinen yolu yatırım yapılan şirketin hisse senetlerinin halka arz edilmesi ise de birleşme ve devralmalar da önemli likidasyon yöntemleri olarak değerlendirilmektedir. Risk sermayedarının elindeki hisseler girişimciye ya da üçüncü bir şirkete satılabilir. ABD'de yatırımdan çıkışta en çok kullanılan ve de en fazla getiri sağlayan yöntem halka arz yoluyla hisse senetlerinin satışlarıdır. 1970-1982 yılları arasında gerçekleştirilen 544 risk sermayesi yatırımının likidasyonuna ilişkin yapılan bir çalışmada; %35 oranında halka açılmanın tercih edildiği ve %22 oranında bir diğer şirket tarafından ele geçirilmenin gerçekleştiği tesbit edilmiştir. Ayrıca, halka açılmaların % 96'sında ve ele geçirilen şirketlerin %59'unda risk sermayedarlarının pozitif getiri sağladığı görülmüştür.³⁶

2.7. KOBİ'lerin Finansman Sorunlarının Çözümünde Risk Sermayesi

Genel olarak KOBİ'lere sağlanan finansal desteklerle; küçük girişimcilerin ekonomiye hareket, rekabet ortamına canlılık getirmeleri hedeflenmektedir. Daha çok yüksek teknolojiye yönelik yeni fikirleri olan, gelişme potansiyeli yüksek, küçük girişimcilere sunulan risk sermayesi ile ise yeni ürünlerin ticarileştirilmesi ve teknolojik ilerleme sağlanmakta; böylece de, uluslararası alanda rekabet avantajı elde edilmektedir.

Risk sermayesi, özkaynak benzeri bir kaynak olduğundan KOBİ'lere, yabancı kaynaklarda olduğu gibi zorunlu bir ödeme gerektirmediği gibi, kar ve zarara katılmayı

³⁵ Tuncel, 1996: 51-63

³⁶ Barry, Musceralla, Ipeavy III ve Vetsuypeus, 1990: 433

göze alan risk sermayedarları da sermaye katkıları karşılığında garanti, kefalet ve ipotek aramazlar. Bu tür teminatların aranmaması, özellikle de teminat verecek yeterince varlığı olmayan KOBİ'ler için önemli bir imkan sağlamaktadır. Risk sermayedarlarının aradığı garanti, girişimcinin yetenekleri ve girişimin gelişme projesinin kar potansiyelinden ibarettir.

Risk sermayesi girişimciye teknik ve yönetsel destek de sağladığı için KOBİ'lerin finansman sorunlarının yanı sıra, yönetim sorunlarının çözümünde de destek olabileceği düşünülmektedir. Risk sermayedarlarının gözetimi altındaki KOBİ'lerin başarı şansları artmaktadır.³⁷

³⁷ Viala, 1998: 129

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

RİSK SERMAYESİ SEKTÖRÜNÜN GELİŞTİRİLMESİNE YÖNELİK DEVLET PROGRAMLARI

“...‘Risk sermayesinde kamu sektörünün rolü var mıdır?’ sorusunun cevabı açık bir şekilde kocaman bir ‘evet’tir.”

Melvin Goldman³⁸

3.1. Risk Sermayesi Sektörünün Gelişiminde Devletin Rolü

Etkin bir risk sermayesi sektörünün varlığı için birtakım koşulların oluşması gerekmektedir. Öncelikle, halka arz için güçlü ve yeterli bir piyasa bulunmalıdır. Bu özellikte bir piyasanın bulunmaması halinde ise risk sermayesi yatırımını temsil eden hisse senetlerinin diğer ortaklara ve başka yatırımcılara devir olanaklarının bulunması gerekmektedir. Hissedarların malvarlığını maksimize etmek için girişimcilerin destekleneceği bir kültür gereklidir. Ayrıca, büyük bir iç piyasa da zorunludur. Örneğin Kanada’da bir girişimci desteklenecekse önemli olan bu girişimin ABD’de de başarılı olup olamayacağıdır. Fikri mülkiyet haklarına ilişkin gerekli düzenlemelerin varlığı ve faiz oranlarının düşük olduğu, istikrarlı bir makroekonomik ortam etkin bir risk sermayesi sektörü için hayati zorunluluklardır.

Etkin bir risk sermayesi sektörünün geliştirilmesi için gerekli olan bu koşulların sağlanmasında devletin birebir sorumlu olduğu veya katkıda bulunabileceği noktaların varlığı aşikardır. Hükümetler mali ve düzenleyici çerçevede yapacakları değişikliklerle risk sermayesi kaynaklarının artırılmasında etkili olabilmektedirler. Hatta, bazı OECD ülkelerinde hükümetler girişimci küçük firmaların fonlanmasında risk sermayesini harekete geçirebilmek için daha belirgin programlar da yürütmektedirler. Bu programlar özellikle teknolojiye dayalı küçük işletmelerin yeterli sermaye temin ederek yeni teknolojilerin geliştirilmesi ve istihdam yaratılması yoluyla topluma katkıda bulunmalarını engelleyen fonlama boşluklarını doldurmayı amaçlamaktadır.

Hemen hiçbir ülkede risk sermayesi sektörünün devlet desteği olmaksızın gelişme göstermesi mümkün olmamıştır. Ancak sağlanan devlet desteği, ülkelerin ekonomik koşullarına ve mali piyasalarının yapılarına göre farklılık göstermektedir.

³⁸Intech Yatırım Grubu yöneticisi, TTGV, 2000: 26

3.2. Risk Sermayesi Sektörüne Yönelik Devlet Programları Türleri

Risk sermayesi sektörünün geliştirilmesine yönelik devlet programları 3 grupta toplanabilmektedir:³⁹

- a) Risk sermayesi şirketlerine ya da girişimci küçük firmalara doğrudan sermaye sağlanması,
- b) Risk sermayesi şirketlerine ya da girişimci küçük firmalara yatırım yapanlara mali teşviklerin sunulması,
- c) Risk sermayesi yatırımcılarının kontrolüne yönelik düzenlemelerin yapılması.

Bu programlardan en riskli olanı devletin elini taşın altına koyduğu yöntem olan **doğrudan destek** programlarıdır. Bu programlarda risk sermayesi şirketleri veya girişimci küçük firmalara ortaklık ya da düşük faizli kredi yoluyla sermaye sağlanmaktadır. Bu tür programlar her ne kadar sayıca az olsalar da OECD ülkeleri arasında giderek daha fazla rağbet görmektedir.

Mali teşvikler ise daha çok risk sermayesi sektöründe özel kesim yatırımlarını artırmaya yöneliktir. Bu teşvikler aşağıdaki şekillerde olabilmektedir:

- a) Vergi indirimleri,
- b) Risk sermayesi şirketleri ya da girişimci küçük firmalarca alınan kredilere garantör olunması,
- c) Risk sermayesi şirketlerinin girişimci firmalara ortak olma şeklinde yaptıkları yatırımlara garantör olunması.

Risk sermayesi yatırımcılarının kontrolüne ilişkin düzenlemeleri kapsayan üçüncü grup programlar ise risk sermayesine yatırım yapmalarına izin verilen kurumları artırmayı amaçlamaktadır. Bu programlar özellikle emeklilik fonlarının risk sermayesi sektöründe yatırım yapmalarına izin verme ya da teşvik etmeye yönelik düzenlemeleri içermektedir.

Risk sermayesi şirketlerine sağlanacak devlet desteğinin hangi aşamada yapılacağı konusu da ülkelere göre farklılık göstermekle birlikte, yaygın uygulama biçimi erken aşama finansmanı ve başlangıç aşamasında sağlanan finansmandır. Çünkü yeni kurulan bir şirketin finansman ihtiyacı daha büyük ve kaynak bulması daha zordur. Ancak hükümetler, geç aşama finansmanı da sağlamaktadırlar.

Risk sermayesi şirketlerine yapılan devlet yardımları, ülke ekonomik kalkınma planları ile uyumlu olmaları gerektiğinden, pek çok OECD ülkesinde bölgesel programlar uygulanmaktadır. Bu programlar, ülkenin az gelişmiş bölgelerinde kurulan risk sermayesi şirketlerine doğrudan sermaye yardımı biçiminde ve erken aşama finansmanı olarak

³⁹ OECD, 1997a: 4

yoğunlaşmaktadır. Ayrıca bu bölgelerde gerçekleştirilecek projeler de kalkınma programlarına uygun olan seçilmiş projeler olmaktadır. Risk sermayesi şirketlerine devlet desteği olarak sağlanan kaynak dışında proje danışmanlığı gibi teknik yardımlar da yapılmaktadır.

Doğrudan risk sermayesi sağlanması, risk sermayesi şirketlerine ya da girişimci küçük firmalara yatırım yapanlara mali teşviklerin sunulması ve risk sermayesi yatırımcılarının kontrolüne yönelik düzenlemelerin yapılması şeklinde özetlediğimiz risk sermayesi geliştirme programlarına Tablo V’te bazı örnekler verilmektedir.

TABLO V

Risk Sermayesi Geliştirme Programları⁴⁰

PROGRAM TİPİ	AMAÇ	ÖRNEK
Doğrudan Risk Sermayesi Sağlanması		
Devletin ortaklık şeklindeki yatırımları	Risk sermayesi şirketlerine ya da girişim şirketlerine doğrudan yatırım yapılması	Belçika – Investment Company for Flanders (GIMV)
Devlet tarafından verilen krediler	Risk sermayesi şirketlerine veya girişim şirketlerine düşük faizli, uzun vadeli ve/veya geri ödemesiz krediler sağlanması	Danimarka – VaekstFondan Kredi Programı (İş Geliştirme Finansmanı)
Mali Teşvikler		
Vergi indirimleri	Risk sermayesi şirketlerine ya da girişim şirketlerine yatırım yapanların vergi indirimleri yoluyla teşvik edilmesi	İngiltere – Enterprise Investment Scheme ve Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
Kredi garantörlüğü	Nitelikli küçük işletmelere bankalarca sağlanan kredilerin bir bölümüne devletin garantör olması	Fransa – Societe Française de Garantie des Financements des Petites et Moyennes Entreprises (SOFARIS)
Ortaklık şeklindeki yatırımlarda garantörlük	Risk sermayesi yatırımlarından doğan zararların bir bölümünün devletce üstlenilmesi	Finlandiya – Finnish Guarantee Board
Yatırımcılara İlişkin Düzenlemeler	Düzenlemeler yoluyla emeklilik fonları, sigorta şirketleri gibi kurumların risk sermayesi yatırımlarında bulunmalarına olanak tanınması	ABD – ERISA (Employment Retirement Income Security Act)’da yapılan değişiklikler

⁴⁰ OECD, 1997a: 7

3.3. Risk Sermayesi Sektörüne Yönelik Devlet Programlarının Dizayn ve Uygulama Aşamalarında Dikkate Alınması Gereken Faktörler

Risk sermayesi sektörünün gelişimine yönelik devlet programlarının amaçlanan hedeflere hizmet edebilmeleri için dizayn ve uygulama aşamasında dikkate alınması gereken çeşitli faktörler vardır. Her üç kategorideki programların dizayn ve uygulama aşamalarında dikkate alınması gereken faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir:

Dizaynın uygunluğu: Risk sermayesi geliştirme programlarının konfigürasyonu amaçlanan desteğin doğası ve boyutuna uygun olmalıdır. Söz konusu desteğin risk sermayesi şirketlerine mi yoksa girişimci firmaların kendilerine mi sunulacağı, hangi aşamadaki (Örnek: başlangıç, gelişme) firmaların desteklenmesinin hedeflendiği, programın risk faktörleri ve özel teşebbüs üzerindeki etkileri dizayn aşamasında değerlendirilmelidir.

Nihai olarak risk sermayesi piyasasında özel sektörün ağırlığının artırılması: Risk sermayesi geliştirme programları nihai olarak özel sektör fonlarını artırmaya ve ticari olarak etkin bir piyasa oluşturmaya yönelik olmalıdır. Bu programlar özel sektör kaynaklarının genişlemesini takiben revize edilmeli, ihtiyaç duyulmayan unsurlar kaldırılmalıdır.

Yönetim: Dizayn ve yönetim aşamasında devlet kurumları yalnız bırakılmamalıdır. Özel sektör katılımına önemli ölçüde yer verilen risk sermayesi geliştirme programları diğer programlara göre daha başarılı olabilmektedir.

Süreç: Programdan faydalanmak isteyen girişimci firmalar, yatırımcılar ve risk sermayesi şirketleri için başvuru süreci basit, anlaşılır ve kısa olmalıdır. Sürecin anlaşılır olması, olası aksaklıkların nedenlerinin tespiti ve bu aksaklıkların giderilmesi bakımından da önemlidir.

Şeffaflık: Söz konusu programlara ilişkin olarak risk sermayesi şirketleri, yatırımcılar ve girişimci firmaların sürekli olarak bilgilendirilmelerini sağlayacak mekanizmalar oluşturulmalıdır.

Değerlendirme: Risk sermayesi geliştirme programları düzenli olarak değerlendirmeye tabi tutulmalıdır. Bu programların başarılarının belirlenmesinde önemli bir kriter karlılık esasıyla işlemekte olan risk sermayesi fonları ve girişim şirketlerinin oluşturulup oluşturulmadığıdır.

Programlar geliştirirken, ülkenin kültürel ve ekonomik özellikleri ve sermaye piyasalarının durumu da dikkate alınmalıdır. Bu faktörler dikkate alınmadan geliştirilecek programların başarıya ulaşması mümkün olmayacaktır.

3.4. Risk Sermayesinin Gelişiminde İsrail Örneği

İsrail ekonomisi son 20 yılda bir dizi önemli yapısal değişimlere sahne olmuştur. Söz konusu dönemde enflasyon 3 haneli rakamlardan tek haneli rakamlara düşmüştür. Ayrıca, İsrail dağılan Sovyetler Birliği'nden 1989 yılından beri 800.000'e yakın göçmen almıştır. 1989 yılında ülke nüfusunun sadece 4,7 milyon olduğu dikkate alındığında söz konusu göçün önemi ortaya çıkmaktadır. Son birkaç yılda ise yüksek teknoloji sektöründeki atılımlarla İsrail dünyanın önemli teknoloji merkezlerinden biri haline gelmiştir.⁴¹ Motorola Yönetim Kurulu Başkanı Christopher Galvin, İsrail'in ulaştığı noktayı "*İsrail) diğer ülkeleri kısıktırarak düzeyde insan kaynağı, enerji ve sorun çözme yeteneğine sahip. Kazanmayı seviyorlar... Yatırım için mükemmel bir ülke.*" sözleriyle özetlemektedir.⁴²

Risk sermayesinin gelişimine yönelik devlet programlarının başarısı ile dikkat çeken İsrail diğer ülkeler için de iyi bir örnek olarak değerlendirilmektedir. İsrail'de arka arkaya uygulanan 2 program ülkede profesyonel risk sermayesi endüstrisinin gelişmesinde etkili olmuştur.

Bu programlardan ilki bir inkübatör programıdır (Bakınız: Not III). Rus göçmenlere iki yıl için yılda 150.000 ABD Doları ile birlikte yönetim desteğinin sunulduğu program ticari kullanıma sunulabilecek bilimsel ve teknik projelerin geliştirilmesinde önemli bir adım olmuştur. Programın koordinatörleri asıl amacın Rus göçmenler için sokakları süpürmek yerine eğitimlerini ve birikimlerini kullanabilecekleri istihdam olanaklarının yaratılması olduğunu belirtmişlerdir.⁴³

NOT III: İnkübatörler

İnkübatörler; girişimciler ve başlangıç aşamasındaki firmalara fiziki imkanlar (ofis, laboratuvar gibi), yönetim desteği (iş planlaması, eğitim, pazarlama gibi), teknik destek (araştırmacılar ve veri tabanı gibi), finansman olanaklarına erişim (risk sermayesi gibi), hukuki yardım (lisanslama, fikri haklar gibi) ve iletişim (diğer inkübatörler ve kamu kurumlarıyla) hizmetleri sunan kuruluşlardır.

1980'li yılların başından itibaren, özellikle teknoloji bazlı şirketlerin yaşama şansını artırma ve üretim ile istihdama katkılarda bulunmalarına olanak tanıma amaçlarıyla pek çok ülkede inkübatörler oluşturulmuştur. Özellikle uzun süre büyük devlet şirketlerinin hakim olduğu ekonomilerde (Orta Avrupa, Doğu Avrupa, Rusya gibi) inkübatörler yoluyla girişimci bir kültürün

⁴¹ Gündüz, 2001: 4

⁴² http://www.tamas.gov.il/tamas_en.asp

⁴³ Hiltzik, 13.08.2000: 2

NOT III: İnkübatörler (Devam)

geliştirilmesi ve KOBİ'lerin ekonomideki ağırlıklarının artırılması hedeflenmektedir. İnkübatörler –özellikle de üniversitelerin bünyesinde kurulanlar, hem akademisyenlerin fikirlerinin ticarileşmesine ve ekonomiye kazandırılmasına hem de girişimcilerin eğitilmesine olanak sağlayabilirler. Ayrıca bu yapılar, kuracakları networkler aracılığıyla, sermayedarlarla girişimciler arasındaki bağlantıyı kuvvetlendirebilirler.

İnkübatörler 3 grup altında incelenebilir:

Genel/Karma amaçlı inkübatörler: Genel iş ortamının gelişimine destek olarak, belirli bir bölgede endüstriyel ve ekonomik büyümeyi sürekli kılmayı hedefleyen inkübatörlerdir. Bünyelerinde yüksek teknoloji bazlı işletmelerin yanı sıra, hizmet ve üretim sektöründeki diğer işletmeleri de bulundurlar. Sundukları temel destekler yerel ve bölgesel kaynaklara (teknik, pazarlama, finansman ve yönetim) erişimdir.

Ekonomik kalkınma inkübatörleri: İstihdamın artırılması, endüstrinin yeniden yapılandırılması gibi belirli ekonomik hedeflere hizmet ederler. Daha çok yerel yönetimlerin girişimleri sonucunda kurulan bu inkübatörler bazı ülkelerde gençler, kadınlar ve azınlıklar gibi belirli gruplara yönelik olarak hizmet verebilmektedir.

Teknoloji inkübatörleri: Ana hedefleri teknoloji bazlı şirketlerin gelişimini desteklemektir. Çoğu zaman üniversitelerde ya da üniversitelere yakın bölgelerde kurulurlar. Üniversiteler, araştırma merkezleri, laboratuvarlar ve yetenekli AR-GE elemanlarına erişim sağlayabilme özellikleri ile bilinirler. Biyoteknoloji, yazılım ve iletişim teknolojileri gibi belirli alanlara odaklanabilmektedirler. Araştırmacılar ve akademisyenleri girişimciliğe teşvik etmenin yanı sıra, teknoloji transferi de teknoloji inkübatörlerinin önemli amaçları arasındadır.⁴⁴

İkinci program, Yozma (Girişim), yabancı risk sermayesi şirketlerinin İsrail'de gerçekleştirecekleri yatırımları destekleyerek İsrail risk sermayesi endüstrisinin geliştirilmesini amaçlamıştır. Bu program kapsamında yabancı bir risk sermayesi şirketi İsrail'li bir ortakla birlikte bir yatırım için 12 milyon ABD Doları tutarında bir finansman sağladığında İsrail devleti de söz konusu yatırıma 8 milyon ABD Doları tutarında bir sermaye ile destek olmuştur. Yatırımdan birkaç yıl sonra da devletin payının özel sektör tarafından satın alınmasına olanak tanınmıştır.

Yozma'nın başarısı programın yaratıcılarının beklentilerinin de ötesinde olmuştur. Yozma bünyesinde ilki 1993 yılında oluşturulan on ayrı fondan dokuzunda devletin payı

⁴⁴ OECD, 1997b: 4, 7, 15

özel sektör tarafından satın alınmıştır. Bu fonlarca finanse edilen şirketler ülkenin yüksek teknoloji devleri haline gelmişlerdir.⁴⁵

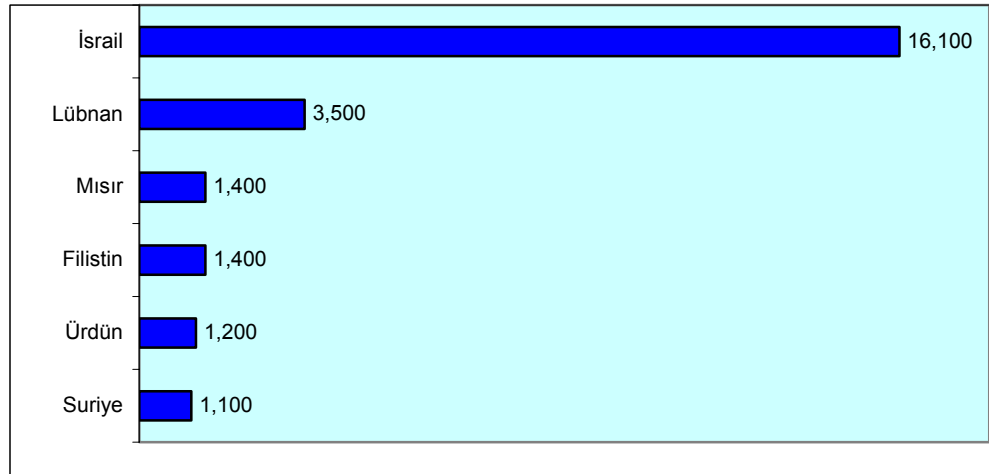
Yozma, 170 milyon ABD Doları'na ulaşan fonları ile kırktan fazla şirkete yatırım yapmıştır. Portföyündeki şirketlerin büyük bir bölümünü ABD ve Avrupa borsalarında halka açan Yozma, yatırım yaptığı diğer şirketlerin de Agilent, America On Line, Cisco, Computer Associates, ECI Telecom, Enron, General Instruments, Johnson & Johnson, Medtronic, Microsoft, Sequoia Capital ve Terayon gibi kuruluşlarca devralınmasını sağlamıştır.⁴⁶

Yozma'nın başarısında önemli bir nokta da onun faaliyete geçişinin İsrail yatırım ortamında başka olumlu gelişmelerle aynı döneme rastlamasıdır. 1993 yılında Filistinlilerle yapılan Oslo antlaşması neticesinde barış sürecinden geriye dönüşün olmadığı vurgulanmıştır. Arap ambargosunun da gevşemesi ile birlikte yabancı şirketlerin İsrail'de iş yapmalarının önü açılmıştır. Bu gelişmeleri takiben Intel, Motorola, Microsoft ve Cisco gibi önemli kuruluşlar İsrail'deki mevcut yatırımlarını artırmışlar ya da yeni yatırımlar yapmışlardır.⁴⁷

İsrail'in makroekonomik performansı da yatırım ortamını geliştiren faktörlerdendir. İsrail, bölge ülkeleri arasında kişi başına milli geliri en yüksek olan ülkedir.

GRAFİK I

1999 Yılı Verilerine Göre Kişi Başına Milli Gelir (ABD Doları)



Kaynak: İsrail Sanayi ve Ticaret Bakanlığı (http://www.tamas.gov.il/tamas_en.asp)

⁴⁵ <http://www.yozma.com>

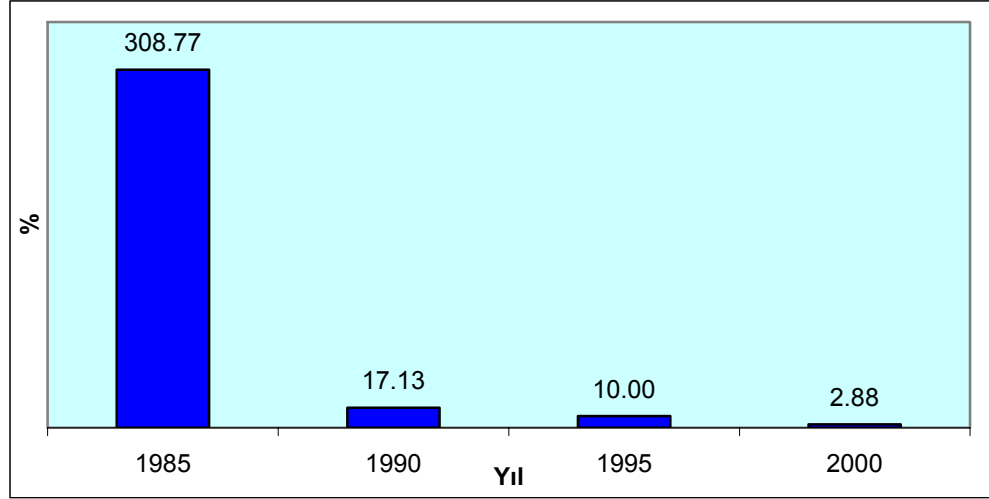
⁴⁶ Hiltzik, 13.08.2000: 2

⁴⁷ Hiltzik, 13.08.2000: 3

Ayrıca, 80'li yıllardaki hiperenflasyon ortamının sona ermesiyle ülke yatırımlar için daha cazip hale gelmiştir.

GRAFİK II

İsrail'de Yıllık Enflasyon Oranları (%)

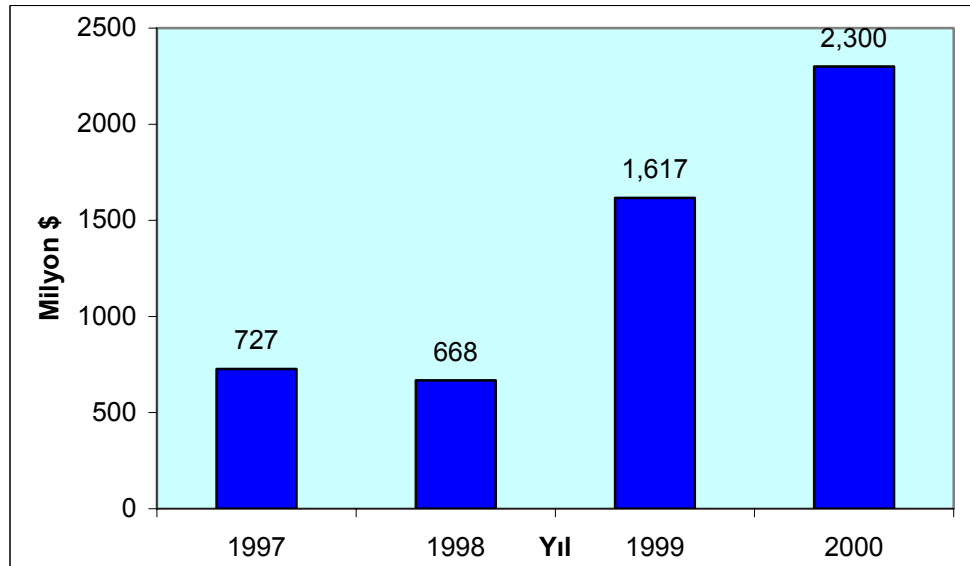


Kaynak: İsrail Sanayi ve Ticaret Bakanlığı (http://www.tamas.gov.il/tamas_en.asp)

Bu gelişmeleri takiben, büyük bölümü ABD kaynaklı olmak üzere, İsrail'de risk sermayesi yatırımları önemli ölçüde artmıştır.

GRAFİK III

Yıllar İtibariyle İsrail Risk Sermayesi Şirketlerince Yapılan Yatırımlar



Kaynak: İsrail Risk Sermayesi Derneği (<http://www.israelventure.com>)

İlk bakışta İsrail örneği diğer ülkeleri umutsuzluğa itebilir çünkü İsrail'in başarısında etkili olan etmenlerin pek çoğu transfer edilebilir etmenler değildir. Örneğin;

- a) İsrail ordusu yüksek teknoloji alanındaki gelişmede kritik roller üstlenmiştir. Zorunlu askerlik sırasında orduda edinilen teknolojik bilgi birikimi pek çok girişimin altyapısını oluşturmuştur.
- b) Risk alma konusunda kaydadeğer bir rahatlığın egemen olduğu ve risk almanın övünç kaynağı olduğu ülke kültürü girişimciliğin en önemli kaynağı olmuştur.
- c) İsrail, inanılmaz bir entellektüel kapasiteye sahiptir. Özellikle Sovyetler Birliği'nin dağılmasından sonra ülkeye göç eden 800.000 üstün yetenekli göçmen bu kapasitenin oluşumunda etkili olmuştur. İsrail, mühendis sayısının çalışan nüfusa oranının en yüksek olduğu ülkedir.

TABLO VI

10.000 çalışan içinde mühendislerin sayısı

İsrail	135	Kanada	38	Güney Kore	25
ABD	70	İsviçre	35	İzlanda	22
Japonya	65	Tayvan	34	Singapur	19
Hollanda	53	İngiltere	28		

Kaynak: İsrail Sanayi ve Ticaret Bakanlığı (http://www.tamas.gov.il/tamas_en.asp)

Gene de İsrail devletinin uyguladığı program ve politikalar diğer ülkeler için de yararlı olabilir:⁴⁸

- a) İsrail devleti 1993 yılında 100 milyon ABD Doları tahsis ederek Yozma'yı kurmuştur. İsrail risk sermayesi endüstrisini yaratan kuruluş olduğu belirtilen Yozma bünyesindeki 10 fondan 9'undaki devlet hisseleri 1996 yılında tamamen satılmıştır.
- b) Bilim Kurumu (Office of the Chief Scientist) oldukça önemli destekler sunmaktadır. Bu kuruluşun yıllık bütçesi 500 milyon ABD Doları'dır ve şirketlerin ihracat potansiyeli yaratacak AR-GE çalışmalarının maliyetinin yarısı devlet tarafından bu kaynaktan karşılanmaktadır. Belirlenen sektörlerde faaliyet göstermek üzere kurulan ortalama bir şirket yılda yaklaşık 150.000 ABD Doları yardım almaktadır.

⁴⁸ OECD, 1997a: 10

- c) İsrail devleti ÷lkede yatırım yapan ABD teknoloji Şirketlerine önemli teşvikler sunmaktadır. Örneğin İsrail’de 1,6 milyon ABD Doları tutarında bir yatırımı gerçekleŐtirme aşamasında olan Intel söz konusu projenin finansmanı konusunda devletten yardım almaktadır. Bu tür desteklerle, üst düzey teknoloji firmalarının yapacakları yatırımlarla ÷lkedeki girişimci, yenilikçi işletmecilik kültürünün gelişiminin hızlandırılacağı umulmaktadır.
- d) Belirtilen teşvikler küçük işletmelere verilen devlet kredileri, küçük işletmelerin desteklenmesine yönelik garanti fonu ve oldukça aktif bir inkübatör programı gibi bir dizi diğer programlarla koordineli bir Şekilde yürüt÷lmüŐtür.

Ülke ihtiyaçları ve kaynakları çerçevesinde hazırlanıp başarı ile uygulanan programlar ve bu programlarla paralel olarak çeşitli siyasi ve ekonomik gelişmelerle oluşan uygun yatırım ortamı İsrail’in “yüksek teknoloji ekonomisine” dönüşmesine olanak sağlamıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KOBİ'LERE YÖNELİK DESTEKLER VE RİSK SERMAYESİ UYGULAMALARI

“Girişimcilik disiplinine hükmedebilmek için yapmamız gereken 3 şey vardır: Misyona odaklanmak, arzu ettiğimiz sonuçları net bir şekilde tanımlamak ve neyi, nasıl yaptığımızı değerlendirmek.”

Peter Drucker⁴⁹

Risk sermayesinin özünde ferdi girişimcilik başka bir deyişle, küçük ve orta boy işletmecilik yatmaktadır. Türkiye'de küçük ve orta boy işletmeler iş yeri sayısı ve istihdam açısından önemli bir ağırlığa sahiptir. Türkiye'deki toplam işletme sayısının %99'unu oluşturan küçük ve orta boy işletmeler toplam istihdamın %53'ünü karşılamaktadır. Toplam katma değer ise %38'ini oluşturmaktadır.⁵⁰

Günümüze kadar KOBİ'lerin sorunlarının çözümüne katkıda bulunmak üzere Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı ve Türkiye Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Serbest Meslek Mensupları ve Yöneticileri Vakfı gibi çok sayıda kurum faaliyet göstermiş veya göstermekte olsa da bu destekleme sisteminin risk sermayesi ayağının oluşumu bir türlü gerçekleştirilememiştir.

Türkiye'deki küçük ve orta boy işletmelere finansal destek sağlamaya yönelik risk sermayesi sisteminin ilk adımını oluşturan çalışma 1984 yılında kurulan Geliştirme ve Destekleme Fonu'dur. Toplu Konut ve Kamu Ortaklığı İdaresi'nce işlemleri yürütülen bu fonun araştırma ve geliştirme çalışmalarının ihtiyaç alanlarına yöneltmesinde, bilim ve teknoloji dalında geliştirilen yeni fikir ve buluşların ekonomiye aktarılmasını sağlayıcı projelerin desteklenmesinde kullanılması amaçlanmıştır.

1988 yılında Devlet küçük ve orta boy işletmelere destek sağlamak amacıyla, 5.1.1988 tarihli bir genelge ile İşsizlikle Mücadele ve İstihdam Geliştirme Yüksek Koordinasyon Kurulu'nu oluşturmuştur. Bu kurulun faaliyetleri arasında ilk risk sermayesi sisteminin kurulmasına esas teşkil etmesi amaçlanan Teşebbüs Destekleme Ajansı'nın (TDA) faaliyete geçirilmesi de vardır. Özellikle yeni teknoloji alanlarında mal ve hizmet üretmeyi düşünen girişimcilerin teknik, idari, yönetsel ve finansal konularda desteklenmesini amaçlayan Teşebbüs Destekleme Ajansı %100 hissesi İş Vakfı'na ait bir ticari şirket olarak kurulmuştur.

⁴⁹Claremont Üniversitesi (ABD) öğretim üyesi, <http://www.pfdf.org>

⁵⁰ Akbulut, 1995: 21

Ancak, Teşebbüs Destekleme Ajansı bir vakıf şirketi olduğu ve çeşitli kuruluşlardan karşılıksız destekler alarak doğrudan kredi vermeyi amaçladığı için; risk sermayesi şirketleri ile amaç ve yöntem bakımından farklıdır. Bütün bunlara rağmen, istihdam sorununun çözümlenmesi ve özel girişimcilik düşüncesinin topluma benimsetilmesi açısından Teşebbüs Destekleme Ajansı'nın önemli bir adım olduğu söylenebilir.

Aynı dönemde hükümetin bu konudaki politikası özellikle yeni teknolojiler alanında araştırma-geliştirme ve üretim yapmak isteyen küçük girişimcilere, kurulacak bir risk sermayesi şirketi aracılığı ile doğrudan risk sermayesi verilmesi şeklindeydi. Ancak, daha sonra yaşanan siyasal gelişmelerin ekonomik kararlara yansmasıyla 1988-1989 döneminde Teşebbüs Destekleme Ajansı'nın faaliyetleri durmuş ve risk sermayesi şirketi kurma çalışmalarına ara verilmiştir. Böylece Türkiye'de risk sermayesi sektörü oluşumunda bir süre duraklama yaşanmıştır. 1991 yılında kurulan hükümet 1992 yılında açıklanan ekonomi paketinde risk sermayesine özel bir yer ayırmıştır. Böylece bu sektörün kurulması ve geliştirilmesi hükümet programına alınmıştır.

4.1. Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı

Küçük ve orta ölçekli sanayi işletmelerinin teknolojik yeniliklere süratle uyumlarını sağlamak, rekabet güçlerini yükseltmek ve ekonomiye katkılarını ve etkinliklerini artırmak amacıyla 20 Nisan 1990 tarihinde kurulan Küçük ve Orta Ölçekli Sanayi Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB) temel olarak bilgilendirme ve işletmelerarası işbirliği hizmetleri sunmaktadır. Ayrıca Girişimciliği Geliştirme Enstitüsü ve Teknoloji Geliştirme Merkezleri aracılığıyla hem girişimcilere işletme becerileri ve iş planı hazırlanması gibi alanlarda eğitim hizmetleri vermekte hem de katma değeri yüksek ve yenilikçi üretimi hedefleyen teknoloji yönelimli işletmelerinin kurulmasını ve gelişmelerini teşvik etmektedir.

KOSGEB Pazar Araştırma ve İhracat Geliştirme Enstitüsü, Bölgesel Kalkınma Enstitüsü, laboratuvar hizmetleri ve danışmanlık hizmetleri aracılığıyla da KOBİ'lere destek olmaktadır.⁵¹

Ancak uygulamada KOSGEB'in çalışmaları daha çok gelişme aşamasındaki işletmelere yönelik olduğundan risk sermayesi endüstrisinin gelişimi konusunda günümüze kadar önemli bir etkinliği olmamıştır.

⁵¹ <http://www.kosgeb.gov.tr>

4.2. Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş.

Kredi Garanti Fonu İşletme ve Araştırma A.Ş. (KGF) 1991 yılında kurulmuş olup, KOBİ'lerin Türkiye Halk Bankası A.Ş.'den kullandığı kredilere verdiği garanti/kefaletlerle teminat sağlamaktadır. Bu sayede KOBİ'lere finansal alanda bir destek aracı olan KGF, Türkiye ile Almanya arasındaki Teknik İşbirliği Anlaşması çerçevesinde desteklenmektedir.

Bilindiği gibi küçük işletmeler banka kredisi olanaklarına büyük işletmeler kadar kolay ulaşamamaktadırlar. Bunun sebeplerinden birisi olan teminat problemi, KGF garanti/kefaleti ile giderilmekte, bu sayede KOBİ'lerin de orta-uzun vadeli ve uygun koşullu banka kredilerini kullanma imkanı doğmaktadır. KGF garanti/kefaletinin üst sınırı 800.000 Alman Markı'dır. KGF'nin, 30 Nisan 2000 tarihi itibarıyla yaklaşık 9 trilyon TL tutarında 1.011 talebe onay verildiği görülmektedir.⁵²

Çalışmaları KOSGEB'in çalışmaları gibi daha çok gelişme aşamasındaki işletmelere yönelik olduğundan, KGF risk sermayesi sektöründe tamamlayıcı bir kurum olarak düşünülebilir.

4.3. Teknoloji Geliştirme Projesi

1991 yılında başlatılan Teknoloji Geliştirme Projesi; Türkiye Cumhuriyeti Hükümeti ile Dünya Bankası'nın birlikte yürüttüğü bir proje olup, aşağıdaki amaçlarla kullanılacak bir risk sermayesi fonunun oluşturulmasını öngörmüştür:

- a) Fona sermaye sağlayacak sermayedarlara yüksek bir getiri sağlamak,
- b) Yüksek teknoloji kullanan ve yüksek gelişme potansiyeline sahip mevcut veya yeni kurulacak işletmelere sermaye ve benzeri yatırımlarda bulunmak,
- c) Mevcut işletmelerin teknoloji yoğun projelerine uzun vadeli krediler vermek,
- d) Türkiye'de teknoloji ve ihracat alanındaki rekabet gücünü artırmak,
- e) Türk mühendisleri ve bilim adamları için yeni imkanlar sağlayarak yurt dışına olan beyin göçünü önlemek,
- f) Türkiye'de yabancı sermaye girişini ve teknoloji transferini teşvik etmek.

Ancak böyle bir fonun oluşumu gerçekleşmemiş ve Teknoloji Geliştirme Projesi 1998 yılında sona ermiştir.⁵³

⁵² <http://www.kgf.com.tr>

⁵³ <http://www.ttgq.org.tr>

4.4. Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı

1998 yılında sona eren Teknoloji Geliştirme Projesi çerçevesinde, özel sektör ve kamu sektörünün ortak çabalarıyla 1991 yılında kurulan Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV), kar amacı gütmeyen bağımsız bir kuruluştur. TTGV başta KOBİ'ler olmak üzere özel sektörde sanayi kuruluşlarının teknoloji geliştirmeye teşvik edilmesi, rekabet edebilir teknolojilerin ticarileştirilmesi için gerekli alt yapı ve finansmanın teşvik edilmesi ve desteklenmesi amacıyla kurulmuştur. TTGV, Hazine Müsteşarlığı/Dünya Bankası fonları ile sanayi kuruluşlarının projelerine destek sağlamaktadır. 1996'dan bu yana da sanayi kuruluşlarınca gerçekleştirilen AR-GE faaliyetlerini Dış Ticaret Müsteşarlığı kaynaklarıyla desteklemektedir.⁵⁴ TTGV tarafından desteklenen firmaların çoğunluğu KOBİ olup, yarıya yakını 10 yaşın altındaki genç şirketlerden oluşmaktadır.

Teknoloji geliştirme faaliyetlerini desteklemek amacıyla TTGV'nin şu ana kadar kullandığı kaynak miktarı yaklaşık 110 milyon ABD Doları'dır. Toplam proje bedelinin %50'sini de projeyi veren sanayi kuruluşunun karşılaması nedeniyle, Türkiye'de 1991 yılından bu yana 220 milyon ABD Dolar'lık TTGV destekli teknoloji geliştirme hacmi yaratılmıştır.⁵⁵ 2001 yılı başında TTGV, desteğini proje bedelinin %75'ine kadar artırma kararı almıştır.

TTGV, kuruluşuna Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından 11.10.2000 tarihinde izin verilen 20 trilyon TL çıkarılmış sermayeli İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.'ne 2,5 trilyon TL ile iştirak ederek ülkemizde risk sermayesi sektörünün gelişimi konusunda önemli bir katkıda daha bulunmuştur.

4.5. Türkiye Halk Bankası A.Ş.

1938 yılından beri faaliyet gösteren Türkiye Halk Bankası A.Ş. (Halk Bankası) bir taraftan mevduat, kredi ve kambiyo işlemleri gibi tüm bankacılık faaliyetlerini yerine getirirken, diğer taraftan da KOBİ'lere finansman ve finansman dışı (danışmanlık, eğitim) faaliyetlerle destek olma görevini de yürütmektedir.

Halk Bankası ayrıca amaçları "KOBİ'lerin gelişmelerine ve ekonomik faaliyetlerine yardımcı olmak, sanayileşmedeki katkılarını artırmak, mevcut tesislerinde ya da yeni kurulacak girişimlerine sermaye katkısında bulunmak, KOBİ'lerin teknoloji yaratma ve yenileme, yeni teknoloji içeren tesisler edinme, üretim, kalite ve standart geliştirme amacıyla ihtiyaç duydukları finansman sağlayıcı yeni oluşumlarına ya da ortaklıklarına

⁵⁴ TTGV, 2000: i, ii

⁵⁵ Hürriyet, 01.07.2001

iştirak etmek, bu amaçla sahip olunan makina, ekipman ve tesisleri tahsis etmek, kurulacak şirketlere ve Risk Sermayesi Şirketleri'ne ortak olmak suretiyle risklerine katılmak, danışmanlık, proje geliştirme ve eğitim hizmetleri sunmak” şeklinde belirlenen KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş.'ye de iştirak etmiştir.⁵⁶

KOBİ alanında uzmanlaşmış olan Halk Bankası'nın risk sermayesi konusunda da belirli görevler ve işlevler üstlenmesi beklenebilir. Halk Bankası kurulacak risk sermayesi şirketlerine sermaye yatırarak ortak olabilir, ayrıca, katkısını, bankacılık hizmetleri, danışmanlık, eğitim gibi faaliyetlerle de çeşitlendirebilir.

4.6. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB), 1950 yılında Dünya Bankası'nın desteği ve T.C. Hükümeti, T.C. Merkez Bankası ve ticaret bankalarının işbirliği ile kurulmuş, Türkiye'nin ilk özel yatırım ve kalkınma bankasıdır. TSKB'nin kuruluş amacı;

- a) Türkiye'de öncelikle sanayi olmak üzere bütün ekonomik sektörlerde özel girişimin yatırımlarını desteklemek,
- b) Yabancı ve yerli sermayenin Türkiye'de kurulmuş veya kurulacak şirketlere iştirakine yardımcı olmak,
- c) Türkiye'de sermaye piyasasının gelişmesine yardım etmektir.

TSKB, özel sektörün geliştirilmesi amacını; uygun biçimde mali destek sağlamak, danışmanlık, teknik yardım ve finansal aracılık hizmetleri sağlamak suretiyle gerçekleştirmeye çalışır. TSKB, 3.500'den fazla şirkete orta vadeli kredi sağlayarak özel sektörün gelişimine önemli bir katkıda bulunmuştur. 1960'lı yıllardan itibaren 100'ün üzerinde şirketin sermayesine ortak olarak finansman sağlamıştır. Daha sonra ortağı olduğu bu şirketlerin hisselerini halka satarak bu konuda önemli bir kilometre taşı olmuştur. Böylece sermaye piyasalarının gelişmesinde büyük rol üstlenmiştir.

TSKB 28 Ocak 1999 tarihinde Avrupa Yatırım Bankası (EIB) ile 15 yıllık “Risk Sermayesi Kaynaklarından Koşullu Kredi Hakkında Finans Sözleşmesi” imzalamıştır. Bu anlaşma kapsamında 12 milyon EURO değerinde bir fon oluşturularak, yüksek büyüme beklentili yeni sanayiler ile olgun sanayilerde faaliyet gösteren KOBİ'lere (yeni ürün veya mukayeseli üstünlük sağlayan mevcut ürün) iştirak edilmesi (iştirak oranı < %25) amaçlanmıştır.⁵⁷

⁵⁶ <http://www.halkbank.com.tr>

⁵⁷ <http://www.tskb.com.tr>

4.7. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları

Türkiye'de 1992 yılı başında alınan ekonomik istikrar tedbirlerinin finans reformuna ilişkin bölümünde girişimciliği destekleme özelliğiyle risk sermayesi bir yatırım modeli olarak yer almıştır. Teşebbüs Destekleme Ajansı'nın faaliyete geçirildiği yıllarda risk sermayesi finansman modelinin hukuki alt yapısının oluşturulmasına yönelik olarak 1992 yılında 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) 3794 sayılı Kanun'la değiştirilen 22/c maddesinde risk sermayesi yatırım ortaklıkları, risk sermayesi yatırım fonları ve risk sermayesi yönetim şirketlerini denetleme görev ve yetkisi SPK'ya verilmiş ve söz konusu yasal dayanak çerçevesinde 6 Temmuz 1993 tarihli Resmi Gazete'de SPK'nın Seri:VIII, No:21 sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" yayımlanmıştır. Ancak, Seri:VIII, No:21 sayılı Tebliğ, 06.11.1998 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan aynı adlı Seri:VI, No:10 sayılı Tebliğ (Tebliğ) ile yürürlükten kaldırılmıştır.

Tebliğ'in 4'üncü maddesinde risk sermayesi yatırımı "*girişim şirketlerinin birinci el piyasalarda ihraç ettiği sermaye piyasası araçlarına yapılan uzun vadeli yatırımlar*" olarak tanımlanmış ve yatırımların girişim şirketlerine ortak olmak suretiyle yapılabileceği gibi bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma senetlerinin satın alınması suretiyle de yapılabileceği belirtilmiştir. Aynı maddede risk sermayesi yatırım ortaklığı ise kayıtlı sermayeli olarak kurulan ve çıkarılmış sermayelerini esas olarak sermaye ve faiz kazancı elde etmek amacıyla risk sermayesi yatırımlarına yönelten halka açık anonim ortaklıklar olarak tanımlanmıştır.

Söz konusu Tebliğ gereğince risk sermayesi yatırım ortaklıklarının başlangıç/çıkarılmış sermayelerinin 500 milyar TL'den⁵⁸ az olmaması ve bu şirketlerin kuruluşlarından ya da risk sermayesi yatırım ortaklığına dönüşümlerinden itibaren aşamalı olarak 5 yıl içerisinde çıkarılmış sermayelerinin %49'unu halka arz etmeleri gerekmektedir.

Tebliğe göre risk sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından risk sermayesi yatırımı yapılan anonim ortaklıklar olarak tanımlanan girişim şirketlerinin; sınai uygulama veya ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaçlamaları veya bu doğrultuda faaliyet gösteriyor olmaları ya da yönetim, teknik ve sermaye desteği ile bu doğrultuya girebilecek nitelik taşımaları şarttır.

Tebliğ'in "Yatırım Sınırlamaları" başlıklı 17.maddesinin (b) bendinde: "*Risk sermayesi yatırım ortaklıkları, girişim şirketlerinin ihraç ettiği menkul kıymetler dışında kalan ve ikincil piyasada işlem gören menkul kıymetlere portföy değerinin %35'inden*

⁵⁸Bu tutar Maliye Bakanlığı'nca ilan edilen yeniden değerlendirme oranının %80'inin altında olmamak şartıyla her yıl SPK tarafından yeniden belirlenerek ilan edilmektedir. 2001 yılı için belirlenen tutar 1,1 trilyon TL'dir.

fazlasını yatıramaz” denilmektedir. Bu çerçevede, portföyün en az %65’inin girişim şirketlerinin payları ile oluşturulması gerekmektedir.

Kurumlar Vergisi Kanunu’nun “İstisnalar” başlıklı 8/4-c madde hükmünde risk sermayesi yatırım fonları ve ortaklıklarının kazançları kurumlar vergisinden istisna tutulmuşlardır. Ayrıca 93/5148 sayılı Bakanlar Kurulu Kararı uyarınca dağıtılın veya dağıtılmasın risk sermayesi yatırım fonları ve ortaklıkları kazançları için stopaj oranı %0 olarak belirlenmiştir.

Ekim 2001 tarihi itibarıyla Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olmak üzere 2 adet risk sermayesi yatırım ortaklığı mevcuttur.

4.7.1. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Vakıf Risk)’nin kuruluşu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 04.04.1996 tarih ve 455 sayılı Kararı ile uygun görülmüştür. Vakıf Risk kuruluş iznini takiben beş kez SPK’ya başvurarak halka arz için ek süre talep etmiş ve bu talepleri uygun görülmüştür. Son olarak, Vakıf Risk’in, piyasa şartlarının uygun olmadığı gerekçesiyle 20.07.1999 tarihinde SPK’ya yaptığı başvuru olumlu karşılanarak, 22.07.2000 tarihine kadar bir yıllık ek süre verilmiştir.

Halka arz başvurusu için verilen ek sürenin dolmasından önce Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin 19.04.2000 tarihinde SPK’ya yaptığı başvuru SPK’nın 08.06.2000 tarih ve 63/972 sayılı kararı ile uygun bulunarak Vakıf Risk’in 2 trilyon TL’lık kayıtlı sermaye tavanı içerisinde, mevcut sermayesini temsil eden 250 milyar TL nominal değerli 1’nci tertip hisse senetleri ile çıkarılmış sermayesinin 250 milyar TL’ndan 500 milyar TL’na artırılması nedeniyle ihraç edilecek 250 milyar TL nominal değerli 2’nci tertip hisse senetleri 19.06.2000 tarih ve RSYO.1/972 sayı ile SPK kaydına alınmış ve 187,5 milyar TL nominal değerli 2’nci tertip hisse senetleri ortakların rüçhan hakları kısıtlanarak 29.06.2000-30.06.2000 tarihleri arasında halka arz edilmiştir.

Vakıf Risk 18.09.2000 tarihinde SPK’ya yaptığı başvurunun olumlu karşılanması ile çıkarılmış sermayesini 500 milyar TL’den 900 milyar TL’ye artırmıştır. Son durum itibarıyla Vakıf Risk’in 2 trilyon TL’lık kayıtlı sermaye tavanı içinde 900 milyar TL olan çıkarılmış sermayesinin ortaklar arasında dağılımı Ekim 2001 tarihi itibarıyla Tablo VII’de verilmektedir.

TABLO VII**Vakıf Risk'in Ortaklık Yapısı**

Ortağın Unvanı	Pay Oranı (%)
T.Vakıflar Bankası T.A.O.	51,00
Güneş Sigorta A.Ş.	0,05
Vakıf Finansal Kiralama A.Ş.	0,05
Vakıf Deniz Fin. Kir. A.Ş.	0,05
Halka Açık Kısım	48,85
Toplam	100,00

Vakıf Risk'in yatırım yaptığı şirketler Ortadoğu Yazılım A.Ş. (TR-Net), Teknoplazma A.Ş. ve Innova Biyoteknoloji A.Ş.'dir. 10 trilyon TL sermayeli TR-Net'te Vakıf Risk'in payı %15'tir ve TR-Net, Türkiye'nin en büyük internet hizmeti veren şirketleri arasında yer almaktadır. ODTÜ teknoparkında faaliyet göstermekte olan Teknoplazma A.Ş., fiziksel buharlaşma yöntemiyle çalışan bir kaplama reaktörünü Türkiye'de ilk kez tasarlayan ve üreten firmadır. Vakıf Risk'in diğer yatırımı Innova Biyoteknoloji A.Ş. ise Ege Serbest Bölgesi'nde faaliyet göstermektedir.

4.7.2. İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.

İş Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. (İş Risk)'nin 200 trilyon TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 20 trilyon TL çıkarılmış sermayesi ile kuruluşuna SPK tarafından 11.10.2000 tarihinde izin verilmiş ve esas sözleşmesi 31.10.2000 tarihinde Ticaret Sicili'ne tescil edilmiştir.

İş Risk, ekonomide yaşanan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonucunda ortaya çıkan olumsuz piyasa koşullarını gerekçe göstererek, 06.09.2001 tarihinde, hisse senetlerinin Kurul kaydına alınması için zorunlu başvuru süresine ilaveten, 31.10.2002 tarihine kadar 1 yıllık ek süre verilmesi talebinde bulunmuş ve bu talep SPK'nın 21.09.2001 tarih ve 44/1231 sayılı kararı ile uygun görülmüştür.

İş Risk'in 20 trilyon TL olan başlangıç sermayesinin ortakları arasındaki dağılımı Ekim 2001 tarihi itibarıyla Tablo VIII'de verilmektedir.

TABLO VIII
İş Risk'in Ortaklık Yapısı

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

Ekim 2001 tarihi itibarıyla İş Risk herhangi bir risk sermayesi yatırımı yapmamıştır.

4.8. Risk Sermayesi Alanında Faaliyet Gösteren Diğer Kuruluşlar

Koç Topluluğu bünyesinde 2000 yılı içerisinde kurulan Bilgi Grubu, IT ve yeni ekonomi alanında faaliyet gösteren firmaları bünyesinde toplamaktadır. Koç Sistem, Koç Net, Ultra TV, GVZ, Biletix, Comsalt, Kangurum ve benzeri şirketlerden oluşan Bilgi Grubu risk sermayesi mantığıyla hareket etmektedir. 2000 yılı içerisinde Koç topluluğu'nca risk sermayesi olarak kullanılan fon 20 milyon ABD Doları'nı bulmuştur.⁵⁹

Ata Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. (Ata Invest), fonlarını daha çok gelişme aşamasındaki firmalara aktarmaktadır. 1995 yılından bu yana 5 ayrı projeye fon aktaran Ata Invest son olarak ABD ve İngiltere sermayeli olarak kurulan AIG'nin Türkiye'de kullandıracağı 100 milyon ABD Doları tutarındaki fonu yönlendirme çalışmalarını yürütmektedir.⁶⁰

⁵⁹ Tozkoparan, 2000: 2

⁶⁰ Tozkoparan, 2000: 3

İLAB, internet sektöründe yatırım yapmak üzere Nisan 2000’de kurulan ve 20 milyon ABD Doları fona sahip bir firmadır. Ortaklık şeklinde yatırım yapmaktadır. İLAB bugüne kadar Kariyer.net, Yüksek Teknoloji Merkezi, DigiLane, Nokta.com gibi projelere yatırım yapmıştır.⁶¹

Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Finans Invest), risk sermayesi için ayırdığı özel bir fonu olmamakla birlikte özel iştirak anlayışıyla, büyüyen sektörlerdeki pazar payı yüksek şirketlere aracılık sağlamaktadır. Türk Nokta Net Bilgi Hizmetleri A.Ş. (Turk.Net)’in hisselerinin Hacı Ömer Sabancı Holding’e satışını gerçekleştirmiştir. Link Yazılım ve Arena Bilgisayar’ın halka arzları Finans Invest’in teknoloji sektöründe gerçekleştirdiği diğer projelerdir.⁶²

Burhan Karaçam tarafından kurulan **Burhan Karaçam Partnership** projelere finansal desteğin yanı sıra yönetim desteği de vermektedir. Risk sermayesi sağladıkları şirketlere değişik oranlarda ortak olmaktadır.⁶³

Superonline’ın “.com fabrikası” incubaTR’ün desteklediği projelerin hepsi “dot com” şirkettir. 650 milyon ABD Doları varlığı ile gelişmekte olan ülkelerdeki firmalara odaklanan **Emit Capital** ile de bir ortaklık kurulmuştur.⁶⁴

Garanti Yatırım, JP Morgan ve National Bank of Greece, 2000 yılı içerisinde Türkiye’de özel iştirak tarzında sermaye aktarımı için bir ortaklık kurmuşlardır. Ortaklık bilişim, internet ve otomotiv gibi sektörleri tercih etmektedir.⁶⁵

Ladybird Capital Ltd, 1999 yılında Önder Uzel tarafından İngiltere’de kurulmuştur. Peoplesound.com, ichooseTV, TexYard, Farmec, YapiStore.com ve Bizzgo şirketin önemli yatırımlarındandır. Bu yatırımlardan sadece YapiStore.com Türkiye’de gerçekleştirilmiştir. Ancak şirket İstanbul’da Ladybird TR adında bir şirket kurmuş ve Türkiye’de daha çok projeyi destekleyecekleri yönünde mesajlar vermiştir.⁶⁶

Ayrıca Safron Private Equity Partners, Crea-World, TEB İletişim-porttakal.com, İxir ve Arabul A.Ş. ülkemizde risk sermayesi alanında faaliyet gösteren kuruluşlar arasında gösterilebilir.

Öte yandan Avrupa Birliği üyesi ülkelerin yanı sıra Rusya, Slovenya, Macaristan, Polonya, Çek Cumhuriyeti ve Türkiye gibi toplam 25 ülkenin ortak girişimi olan **EUREKA** araştırma programı teknoloji geliştirme ve rekabetin artırılmasına yönelik projelere destek olmaktadır. EUREKA üyesi ülkelerin herhangi birinde faaliyet gösteren firmalar söz konusu destekten yararlanmak için başvuruda bulunabilmektedir. Ancak önerilecek

⁶¹ <http://www.ilab.com.tr>

⁶² Tozkoparan, 2000: 3

⁶³ Milliyet, 31.08.2001

⁶⁴ Tozkoparan, 2000: 4

⁶⁵ Tozkoparan, 2000: 6

⁶⁶ <http://www.ladybird.com>

projelerin farklı üye ülkelerden en az 2 firmayı kapsamaması gerekmektedir.⁶⁷ Avrupa Birliği ile Türkiye arasında hükümetler düzeyinde imzalanan anlaşmalar çerçevesinde, **Avrupa Yatırım Bankası** da Türkiye’de faaliyet gösteren firmalara kredinin yanı sıra risk sermayesi de sağlama yönünde çalışmalarda bulunmaktadır.⁶⁸

⁶⁷ OECD, 1997c: 14

⁶⁸ TTGV, 2000: 81

SONUÇ, DEĞERLENDİRME VE ÖNERİLER

“Devleti ekonomik iklimle ilgili sorumluluğundan affedecek değiliz. Seçimlerin kazanılıp kaybedilmesi, seçmenlerin bir hükümetin ekonomik performansına biçtikleri değerle olacaktır. Ancak son altmış yılın ekonomide etkili devlet görüşünden, devletin ‘doğru iklimi’ koruma sorumluluğunu vurgulayan bir görüşe doğru kayacak mıyız?”

Peter Drucker⁶⁹

Sorunun tespiti çözümün önemli bir aşamasıdır. Çözüm için diğer önemli aşama ise çözümün gerekliliğine olan inançtır. Bir hedefe ulaşmanın gerekliliğine ne kadar inanılmışsa o hedefe ulaşma yolundaki gayretler de o kadar etkili olacaktır. Bu noktada, çözüme katkıda bulunacak öneriler üretmeye başlamadan önce, risk sermayesi sisteminin gelişiminin Türkiye için neden öncelikli bir konu olduğunun ortaya konulması gerekmektedir.

İngiltere’de risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen 175 şirkete uygulanan anket çalışmasının⁷⁰ sonuçlarının değerlendirildiği raporda *“En önemli bulgu; risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketlerin ülke ekonomisinin performansı ve rekabet gücüne belirgin katkılarda bulunduğu”* ifadesine yer verilmektedir.⁷¹ Çalışmada elde edilen diğer bulgular aşağıda özetlenmektedir:

- a) Risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketler daha fazla istihdam yaratmaktadır. 1994-1998 yılları arasında İngiltere’de istihdam ortalama %1 oranında artarken, risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketlerde istihdam artışı ortalama %24 olmuştur.
- b) Risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketler, ülke ekonomisinin üzerinde bir gelişme göstermektedirler. 1994-1998 yılları arasında ülkenin toplam ihracatı %8 oranında büyürken, risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketlerin ihracatları ortalama %40 oranında büyümüştür.
- c) Ankete katılan şirketlerin %95’inin risk sermayesi yatırımı alamamış olmaları durumunda var olamayacakları ya da daha yavaş büyüyecekleri belirtilmiştir.⁷²

Risk sermayesi yatırımlarının ülke ekonomisi üzerindeki etkilerine ilişkin çalışmanın sonuçları değerlendirildiğinde, gelişmiş bir risk sermayesi sektörünün KOBİ’lerin sorunlarının çözümünde, teknolojik yeniliklerin üretiminde ve ülke ekonomisinin etkinliğinin

⁶⁹ Drucker, 1991: 46

⁷⁰ Söz konusu çalışma, risk sermayesi yatırımlarıyla desteklenen şirketler arasından rastsal olarak seçilen 926 şirkete posta yolu ile gönderilen ankete 175 şirketin verdiği yanıtlara dayanılarak hazırlanmıştır.

⁷¹ BVCA, 1999: 2

⁷² BVCA, 1999: 4-12

artırılmasında önemli katkıları olacağı görülmektedir. Ancak, konu Türkiye özelinde ele alındığında, gelişmiş bir risk sermayesi sektörünün bile sorunu tek başına çözemeyeceği bilinmelidir. Türkiye'nin, her aşamadaki firmaların sorunlarının çözümüne yönelik mekanizmaların bulunduğu, kültür ve eğitim alanındaki çalışmalarla da beslenen, bütüncül bir "iş planına" ihtiyacı vardır. Üç-beş kişinin bir araya gelip yaptığı müthiş buluşlarla, alev gibi yanıp sönen yaratıcılıklarıyla Türkiye teknoloji üreten bir ülke haline gelemez.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu (BDDK)'nın bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması programına ilişkin raporunda "*Son 10 yılda⁷³ yaşanan yüksek ve değişken enflasyon, büyüme hızındaki dalgalanmalar ve sermaye hareketlerinin kırılğan yapısı geleceğe yönelik belirsizlikleri artırmak suretiyle ekonomik birimlerin kısa vadeli bir bakış açısıyla hareket etmelerine yol açmıştır*" ifadesine yer verilmektedir.⁷⁴ Oysa sabır isteyen bir yaratıcı, girişimci kültür ve bu yaratıcılığın finansmanını üstlenecek bir risk sermayesi sektörü kısa vadeli bir bakış açısının hakim olduğu bir ekonomide hayal olmaktan öteye geçemez. Öncelikle devletin sadece girişimci küçük firmalar için değil, tüm ekonomik birimler için uygun bir makroekonomik ortam oluşturması gerekmektedir. Bu koşul gerçekleşmedikçe Türkiye'nin iş planı yapılabilir olamayacak, planın diğer parçaları gerçekleşme şansı bulamayacaktır.

İş planında bir diğer önemli nokta ise geliştirilecek sistemde devletin uygun makroekonomik iklimi oluşturma dışında yönetsel katılım ve müdahale alanının sınırlanmasıdır. Örneğin, kamu fonları ile kurulabilecek bir risk sermayesi şirketinin özel sektörün profesyonel yönetim desteğinden yoksun olarak başarıya ulaşması mümkün olmayacaktır.⁷⁵ Nitekim bankacılık sektöründe devletin varlığının sistem üzerindeki olumsuz etkileri, risk sermayesi sektöründe devletin yönetsel katılımı ve müdahalesinin sınırlı tutulmaması halinde ortaya çıkabilecek olumsuzluklar için oldukça iyi bir örnek teşkil etmektedir. BDDK'nın yukarıda değinilen raporunda kamu bankalarının sistem üzerindeki olumsuz etkileri anlatılırken, "*Kamu bankaları görev zararlarının zamanında ödenmemesi, ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, asli fonksiyonların dışında verilen görevler ve yönetimdeki zayıflıklar sonucunda bu bankaların mali bünyeleri önemli ölçüde bozulmuştur. Kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarını kısa vade ve yüksek maliyetle piyasadan karşılamaları bir yandan zararlarının gittikçe artmasına, diğer yandan da mali sektörde istikrarsızlık unsuru olmalarına yol açmıştır. Bu durum piyasalarda faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesine neden olmuştur. Sonuç olarak, kamu*

⁷³ BDDK'nın söz konusu raporunda son 10 yılda ülkemizde makroekonomik istikrarsızlığın hakim olduğu görüşü ifade edilmekle birlikte, söz konusu olumsuz tablonun son 10 yılla sınırlı olmadığı belirtilmesi yerinde olacaktır. Bu durumu gösterir makroekonomik verilere Not IV'te yer verilmektedir.

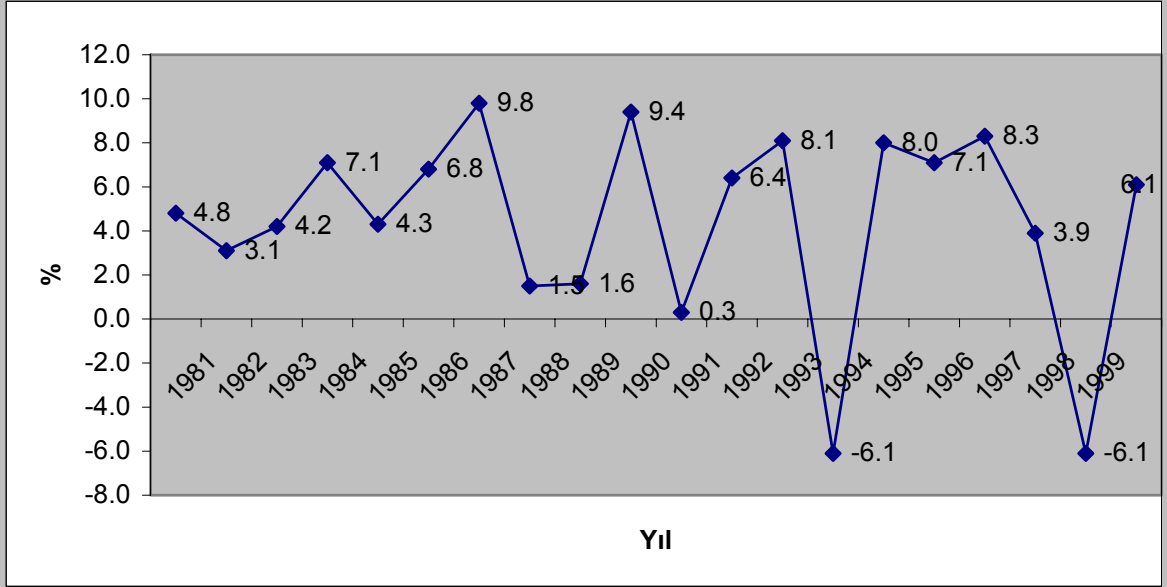
⁷⁴ BDDK, 2001: 6

⁷⁵ EVCA, 2001:16

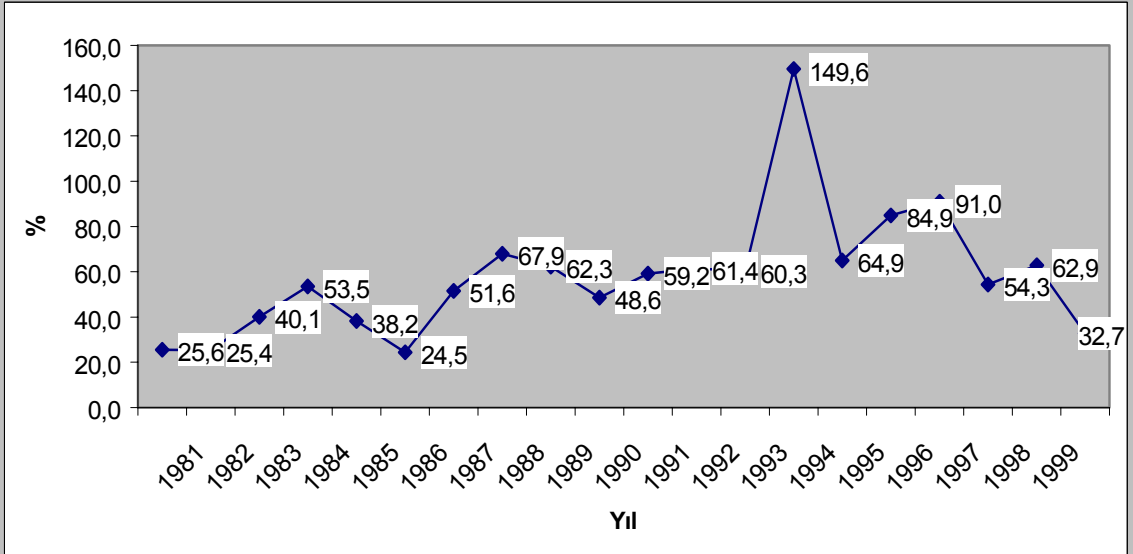
bankaları bankacılık işlevini yerine getiremez hale gelmiş ve bu bankalar Türkiye'deki toplam mevduatın %40'ını toplarken krediler içindeki payları %25 civarında kalmıştır.” denmektedir.⁷⁶

NOT IV: Türkiye’de Makroekonomik İstikrarsızlık ⁷⁷

GRAFİK IV
Yıllar İtibariyle Gayri Safı Milli Hasıla Büyüme Oranları



GRAFİK V
Yıllar İtibariyle Toptan Eşya Fiyat Endeksi Artış Oranları



⁷⁶ BDDK, 2001: 6

⁷⁷ <http://www.hazine.gov.tr>

Teknolojik gelişmelerin hızlanması neticesinde küçük işletmelerin ekonomideki ağırlığının artması önemli sonuçlar doğurmaktadır. Küçük ve orta ölçekli firmalar girdilere (risk sermayesi, eğitilmiş iş gücü, ham madde, iletişim ve ulaşım alt yapısı) ilişkin kamu düzenlemelerine daha bağımlı durumdadırlar ve bu işletmelerin öneminin artması daha aktif bir kamu yönetimini gerektirmektedir.⁷⁸

TTGV'nin düzenlediği bir sohbet toplantısında konuşan İstanbul Sanayi Odası Başkanı Hüsamettin Kavi'nin *"Devlet ülkenin sahibi. Ancak özel sektör de büyük işler yapıyor. Buna mükabil bürokrasi engeller çıkarıyor. Öncelikle bunu aşmalıyız. Bürokrasi ve sistemi işletmeye yönelik yeni anlayışa ihtiyacımız var. Bugün araştırma geliştirme projesi yapmak bürokrasi düşünülduğünde büyük problemdir. Hatta bürokrasi öyle bikkınlık verir ki yapmamak daha iyi dersiniz."*⁷⁹ şeklindeki serzenişi de dikkate alınmalıdır. Oysa, girişimci bir kültürün geliştirilebilmesi için bürokrasi minimum düzeyde tutulmalıdır.⁸⁰ Uygun makroekonomik iklimin yanı sıra, uygun yasal çerçevenin oluşturulması ve düzenlemelerde ekonomik etkinliğin gözardı edilmemesi Türkiye'nin iş planında devletin üzerine düşen en önemli sorumluluklardır.

Risk sermayesi ile ilgili yasal çerçeveye bakıldığında bugüne kadar atılmış olan olumlu adımların yanısıra ihmal edilen alanların da var olduğu görülmektedir. Konu risk sermayesi yatırım ortaklıkları açısından ele alındığında, bu kurumların faaliyetlerini düzenleyen Tebliğ'in zaman içerisinde yapılan değişikliklerle birlikte oldukça esnek bir yapıya kavuşturulduğu görülmektedir. Bu düzenlemeden kaynaklanan önemli bir sorunun mevcut olmadığı Vakıf Risk yöneticilerince de ifade edilmektedir.⁸¹ Girişimciliğin geliştirilmesi için, yeni kurulan/büyüyen şirketlerin karşı karşıya olduğu riskler girişimcilere ve risk sermayedarlarına yönelik mali teşviklerle telafi edilmelidir.⁸² Bu kapsamda, risk sermayesi yatırım ortaklıklarına tanınan vergisel teşviğin yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmeyen diğer risk sermayesi şirketlerini ve girişim şirketlerini de kapsayacak şekilde genişletilmesi sektöre yatırımcıların ilgisini artıracaktır.

Profesyonelce yönetilen emeklilik fonlarının kurulması ve bu fonların risk sermayesi yatırımlarına teşvik edilmeleri uzun vadede risk sermayesi sektörünün gelişimi için gerekli görülmektedir.⁸³ Mevcut kamu sosyal güvenlik sistemine ilave olarak, emeklilik döneminde ilave gelir sağlamak üzere, bireysel tasarrufların yatırıma yönlendirilmesini ve bu tasarrufların güvenli bir şekilde ömür boyu emeklilik maaşı veya toplu para şeklinde bireylere ödenmesini sağlamak amacıyla hazırlanan Bireysel Emeklilik, Tasarruf ve

⁷⁸ Junne, 1997: 69

⁷⁹ Hürriyet, 26.07.2001

⁸⁰ EVCA, 2001: 7

⁸¹ Erdal ve Karataş, 2001

⁸² EVCA, 2001: 8

⁸³ EVCA, 2001: 8

Yatırım Sistemi Kanunu 7 Nisan 2001 tarihli Resmi Gazete’de yayımlanmıştır. Sistemde katkılar, Hazine Müsteşarlığı’nın denetimine tabi olarak kurulacak emeklilik şirketleri tarafından toplanacak ve Sermaye Piyasası Mevzuatı çerçevesinde oluşturulacak emeklilik yatırım fonlarında değerlendirilecektir. Sistemin işleyişine ilişkin ayrıntılı düzenlemelerin Hazine Müsteşarlığı ve SPK tarafından söz konusu yasanın yürürlük tarihinden itibaren altı ay içinde yönetmeliklerle yapılması öngörülmüştür. SPK, hazırladığı “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” taslağını 08 Ekim 2001 tarihinde internet sitesinde tartışmaya açmıştır. Söz konusu düzenlemeyle, emeklilik yatırım fonlarının, portföylerinin %5’i ile sınırlı kalmak kaydıyla, risk sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatırım yapabilmelerine⁸⁴ imkan tanınmasının planlanıyor olması risk sermayesi sektörünün gelişimi adına umut verici bir gelişmedir.⁸⁵ Emeklilik fonlarının risk sermayesi yatırımları yapmalarına izin verilen piyasalarda, risk sermayesi yatırımlarından elde edilen gelirlerin de bu fonların performansına önemli katkıları olduğu bilinmektedir.⁸⁶ Ancak emeklilik yatırım fonlarının sadece risk sermayesi yatırım ortaklıklarının ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarına değil, ABD’de olduğu gibi, yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmeyen diğer risk sermayesi şirketlerinin, hatta doğrudan girişim şirketlerinin ihraç ettiği para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılabilmesi sektörün gelişimi için daha etkili olacaktır. Zira, mevcut durumda sadece 2 adet risk sermayesi yatırım ortaklığının var olduğu dikkate alındığında, emeklilik yatırım fonlarının öngörülen düzenlemeler çerçevesinde risk sermayesi alanında yapabilecekleri yatırımların sınırlı olduğu ve düzenlemenin bu haliyle ABD’de emeklilik fonlarının risk sermayesi sektörü üzerindeki olumlu etkilerinin bir benzerinin Türkiye’de gözlenmesini sağlayamayacağı açıktır.

Oysa ABD’de 1978 yılında yapılan düzenlemelerle emeklilik fonlarının varlıklarının %5’ine kadar olan bir bölümünü riskli yatırımlara kanalize edebilmelerine olanak sağlanması, risk sermayesi sektörünün kaynak yapısında önemli değişimlere neden olmuştur. Nitekim, günümüzde ABD risk sermayesi sektörünün kaynaklarının %50’den fazlasını kamu ve özel emeklilik fonları sağlamaktadır.⁸⁷ Avrupa Özel İştirak ve Risk Sermayesi Derneği de, ABD’deki uygulamanın Avrupa Birliği üyesi ülkelerce de benimsenmesini ve emeklilik fonlarının risk sermayesi sektörüne katılımının artırılmasını önermektedir.⁸⁸

⁸⁴ <http://www.spk.gov.tr>

⁸⁵ Henüz tasarı halindeki “Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik” hükümlerine göre söz konusu fonlar net varlık değerlerinin %5’ini risk sermayesi yatırım ortaklıkları tarafından ihraç edilen para ve sermaye piyasası araçlarına yatırılacaktır.

⁸⁶ EVCA, 2001: 13

⁸⁷ <http://www.nvca.org>

⁸⁸ EVCA, 2001: 14

Emeklilik yatırım fonlarına ilişkin yönetmelik taslağında dikkat çeken bir başka husus ise kamu borçlanma senetlerine henüz belirlenmeyen asgari bir oranda yatırımın zorunlu kılınmasının planlanıyor olmasıdır.⁸⁹ Söz konusu hüküm, ekonomimizin ve sermaye piyasalarımızın gelişimi yönünde büyük umutlar beslenen emeklilik yatırım fonları çalışmalarının asıl amaçlardan uzaklaşarak temel olarak kamunun finansman ihtiyacının karşılanmasına yönelik bir mekanizmaya dönüşmesi tehlikesini akıllara getirmektedir. Bu nedenle, emeklilik yatırım fonlarına ilişkin düzenlemelerden risk sermayesi sektörünün gelişimi yönünde büyük beklentiler içerisine girmek akılcı olmayacaktır.

Gelişme ihtiyacı en fazla hissedilen diğer alanlar ise yabancı sermaye ve teşvik mevzuatlarıdır. Risk sermayesi sektörü oldukça uluslararası bir yapıya sahiptir. Örneğin Avupa'da kurumsal risk sermayedarlarının büyük bölümü birden fazla ülkede yatırımlar yapmaktadırlar.⁹⁰ İsrail risk sermayesi sektörünün gelişiminde ABD kökenli risk sermayedarlarının ve yüksek teknoloji şirketlerinin önemli katkıları olmuştur. Gerek uluslararası risk sermayesi şirketlerinin, gerekse uluslararası yüksek teknoloji şirketlerinin ülkemizde yapacakları yatırımlar hem risk sermayesi sektörü için önemli bir kaynak oluşumunu hem de yüksek teknoloji kültürüne ayak uydurmamızı sağlayacaktır. Bu nedenle, yabancı sermaye için ülkemizi cazip hale getirmek, ilgili mevzuatı sadeleştirmemizi ve bürokrasiyi azaltmamızı gerektirmektedir (Ankara Ticaret Odası, 1997:19, 20). Ancak, yerli sermaye için olduğu gibi yabancı sermaye için de ön şartın uygun makroekonomik iklim olduğu unutulmamalıdır.

KOBİ'lerin hem olağan faaliyetlerine hem de araştırma-geliştirme faaliyetlerine yönelik teşviklerin düzenlendiği bütüncül bir mevzuat yoktur. Kendi aralarında yeterli koordinasyonu sağlayamamış farklı kurumlarca yürütülen teşvik programları dizayn aşamalarında belirlenen amaçlara ulaşılmasını olanaksız kılmaktadır. Bu nedenle bu tür teşvikler ya tek elden uygulanmalı ya da en azından uygulayıcı kurumlar arasındaki koordinasyon güçlendirilmelidir.

Risk sermayesi sektörünün gelişimini etkileyen bir diğer konu da likiditedir. Risk sermayesinin çıkış olanaklarının sınırlı olduğu yatırımlara yönelmesini beklemek akılcı değildir. Nitekim 1999 yılı sonunda 4487 sayılı Kanun'la SPKn'da yapılan değişiklikle (SPKn md.40) küçük ve orta büyüklükteki işletmelerin sermaye piyasalarından fon

⁸⁹Henüz tasarı halindeki "Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Hakkında Yönetmelik" hükümlerine göre "her bir fonun net varlık değerinin asgari %...i devlet iç borçlanma senetlerine yatırılmak zorundadır". Taslakta asgari oran netleştirilmemiş olmakla birlikte, mevcut çalışmalar çerçevesinde bu oranın %30-%50 aralığında olacağı bilinmektedir.

⁹⁰ EVCA, 2001: 11

sağlamalarına imkan sağlayacak piyasalar ile sermaye piyasası araçlarının alım ve satımının yapıldığı diğer teşkilatlanmış piyasaların kuruluşuna ve bunların güven, açıklık ve kararlılık içinde faaliyet göstermesinin sağlanmasına ilişkin düzenlemeler yapmaya SPK yetkili kılınmıştır.

SPK'nın konuya ilişkin çalışmaları devam etmektedir. Bu çalışmalar kapsamında bu tür bir piyasanın kurulması ve işlem esaslarının belirlenmesi için gerekli olan yönetmelik çalışmalarına devam edilmektedir. Benzer düzenlemelerin yer aldığı ülkelerin uygulamaları da incelenmiş olup gerekli hazırlıklar sonuçlanmak üzeredir. KOBİ'lere yönelik bu piyasanın NASDAQ örneğinde olduğu gibi bir platformda işlemesi amaçlanmaktadır. Oluşturulacak piyasada işlem görmek için aranan koşulların, İMKB'nin koşullarına göre daha düşük tutulması ve işlemlerin "piyasa yapıcılığı" esasına dayalı olarak yürütülmesi planlanmaktadır. Bu piyasanın kurulması ile hem risk sermayesi sektörünün ihtiyaç duyduğu likiditenin sağlanacağı, hem de KOBİ'lere sermaye piyasalarından daha fazla yararlanma imkanı yaratılacağı düşünülmektedir.⁹¹

Ancak, risk sermayesi sisteminin gelişimi için NASDAQ benzeri bir piyasanın kurulmasının zorunlu olduğunu söylemek doğru değildir. Nitekim, risk sermayesi alanında önemli bir atılım gerçekleştiren İsrail'de bu tür bir piyasanın varlığından söz edilemez. İsrail'de faaliyet gösteren risk sermayesi şirketleri, yatırımlarını yerel bir piyasada halka arz etmek yerine doğrudan NASDAQ'ta halka arz etme yolunu seçmişlerdir. Öte yandan, risk sermayesi yatırımını temsil eden hisse senetlerinin diğer ortaklara ya da başka yatırımcılara devredilmesi de önemli bir çıkış yöntemidir. İsrail deneyimi ve diğer çıkış olanaklarının varlığı değerlendirildiğinde, ülkemizde NASDAQ benzeri bir piyasanın kurulmasının risk sermayesi sisteminin gelişimi için olmazsa olmaz bir şart olarak düşünülmemesi gerektiği görülmektedir.

Herhangi bir sistemin etkinliği o sistemin hizmet ettiği insanların yapısına uygun olup olmamasına da bağlıdır. Bir kültürde girişimciliğe yeterince değer verilmiyor, girişimcilik teşvik edilmiyorsa o kültürün egemen olduğu topraklarda risk sermayesi sektörünün gelişimi beklenmemelidir. Bu çerçevede yeni firma kuruluşlarının kolaylaştırılması, girişimcilerle sermaye sahiplerinin iletişimini sağlayacak networklerin tesisi ve girişimcilik eğitimi ihmal edilmemelidir.

Tam anlamıyla girişimci bir ortamın oluşturulması için, orta ve yüksek öğretim programlarında risk sermayesi ve girişimcilik eğitimi konusuna daha çok önem verilmelidir.⁹² Risk sermayesinin en yaygın olarak uygulanma olanağı bulunduğu ABD'de lisans, yüksek lisans ve doktora düzeyinde girişimcilik eğitimleri verilmekte ve

⁹¹ Finansal Forum, 05.10.2001

⁹² EVCA, 2001: 7

üniversitelerin bünyesinde onlarca enstitüde girişimciliğin geliştirilmesine yönelik çalışmalar yürütülmektedir. Nitekim, bugün dünyada teknoloji üreten en büyük şirketlerden biri olan Hewlett-Packard Corporation, Stanford Üniversitesi'nde mühendislik eğitimi alan William Hewlett ve David Packard'ın kendi yüksek lisans tezlerinden yola çıkarak 1930'lu yıllarda kurdukları bir şirkettir.

Ülkemizde girişimcilik eğitimi alanında önemli bir boşluğun olduğu açıktır. İlk olarak akla gelen KOSGEB Girişimciliği Geliştirme Enstitüsü'nün gayretleri ne yazık ki yeterli olmamaktadır. Bu alandaki boşluğu ABD'de olduğu gibi üniversitelerin doldurması beklenmektedir. Son yıllarda çeşitli üniversitelerimizde girişimcilik eğitimi konusunda önemsenmeyecek adımlar atılmaya başlanmıştır. Örneğin 1999-2000 akademik yılından itibaren Bilkent Üniversitesi'nde sunulmakta olan "Yaratıcı Ürün Tasarlama ve Geliştirme" adlı dersi alan Bilgisayar, Elektrik-Elektronik ve Endüstri Mühendisliği, İşletme ve Grafik Tasarım gibi farklı bölümlerden öğrencilerin oluşturduğu disiplinlerarası ekipler yeni birer ürün fikri bularak fikirlerini bir "iş planı" düzeninde risk sermayedarlarına (gerçek hayatta ders hocaları) sunmaktadırlar. Şirketleri için sermaye yaratan öğrenciler, ürünlerini bu sermayeyle ve modern üretim yöntemlerini kullanarak üretmeye başlamakta, takip eden akademik yarıyılın başlarında ise şirketlerini borsada halka açmaktadırlar. Bu şirketlerin hisse senetleri 20 borsa yatırımcısı (gerçek hayatta beş bölümün öğretim üyeleri) tarafından alınıp satılmaktadır. Bu çalışma sadece öğrencilere girişimcilik eğitimi verilmesi ile sınırlı kalmamakta; oluşturulan ekiplerden bir bölümünün ürünleri gerçek yatırımcıların da ilgisini çekmektedir.⁹³ Benzer derslerin diğer üniversitelerimizin programlarında da yer alması ülkemizde girişimcilik kültürünün gelişimi için yararlı olacaktır.

Girişimciliği teşvik eden ortamın yaratılmasında iş yaşamındaki başarısızlığa bakış açısının değiştirilmesi de büyük önem taşımaktadır. Girişimciliğin önemli ölçüde risk üstlenmeyi zorunlu kılması, girişimcilerin yeni atılımlarda öncü olmaları anlamına gelmektedir. İlk girişimde yaşanan başarısızlığın cezalandırılması bu girişimcinin ömür boyu yeni atılımlarda bulunmasını engellemektedir. Ülkemizde de Türk Ticaret Kanunu'nun güncelleştirilmesi çalışmaları sırasında, bu durum gözönünde bulundurulmalı ve yalnızca dolanlı iflasın cezalandırılması sağlanmalıdır.

Tarafların hak ve menfaatlerini güvence altına alan bir hukuk sistemi de risk sermayesi yatırımlarının gelişmesi için gerekli ön koşullardandır. Özellikle, lisans ve entellektüel mülkiyet haklarını güvence altına alan hukuki sistemlerin yerleştirilmesi girişimciliğin yaratılmasında önemli bir unsurdur. Bu nedenle, patent ve lisans başvurularının etkin bir biçimde incelenmesi ve zamanında sonuçlandırılması gerekmektedir.

⁹³ Bilkent Hattı, 2001: 14,15

Teknoloji bazlı, küçük şirketlerin gelişiminde inkübatörlerin de önemli katkıları olabilir. Nitekim, İsrail'de risk sermayesi yatırımlarına hız katan iki devlet programından ilkinin bir inkübatör programı olduğu unutulmamalıdır. Ülkemizde de inkübatör olarak adlandırılabilen çeşitli oluşumlar mevcuttur ancak bunları İsrail'deki örnekleri ile karşılaştırdığımızda ortaya çıkan tablo umut verici değildir. Örneğin ülkemizde inkübatör hizmetlerinin sunulduğu ODTÜ-KOSGEB Ankara Teknoloji Merkezi'nin 1992-2001 yılları arasında firmalara verdiği AR-GE desteği toplam 71.888 ABD Doları iken İsrail'de Rus göçmenler için geliştirilen inkübatör programı kapsamında girişimcilerin herbirine 2 yıl için yılda 150.000 ABD Doları destek sağlanmıştır.⁹⁴ Ülkemizde inkübatör hizmetleri sunacak merkezlerin yaygınlaştırılması ve bu merkezlerin sunacakları desteğin artırılması yüksek teknoloji ekonomisine geçişte İsrail örneği kadar başarılı olabilemiz için gereklidir.

Risk sermayesi yatırım sürecinin oldukça yüksek maliyetli bir aşaması da proje değerlendirmedir. Bu konuda risk sermayedarlarına KOSGEB ve TÜBİTAK gibi kurumların katkıda bulunmaları, gelişme aşamasında olan sektörün risklerini azaltarak, yatırımcı getirilerinin artmasını sağlayabilir.

Risk sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemeler, KOBİ'lerin işlem görebileceği organize bir piyasanın kurulmasına ilişkin çalışmalar ve girişimcilik eğitimi alanındaki adımlar ülkemizde risk sermayesi sektörünün gelişimi konusunda ümit verici gelişmelerdir. Mevcut tasarının bir başlangıç olduğu ve ileriki yıllarda uygulamada gözlenen ihtiyaçlar çerçevesinde çeşitli geliştirmelere gidilebileceği düşünüldüğünde, emeklilik yatırım fonları alanındaki çalışmalar da risk sermayesi sektörü için olumlu olarak değerlendirilebilir. Ancak, makroekonomik istikrarın sağlanması, yabancı sermaye için cazip koşulların oluşturulması, teşvik mevzuatında çok parçalılık ve karmaşıklığın giderilmesi, KOSGEB'e gerekli desteğin sağlanması ve Kredi Garanti Fonu mekanizmasının işler hale getirilmesi gibi alanlarda gelişme ihtiyacı devam etmektedir. Bütüncül olması gereken sistemin diğer parçaları işlemedikçe, kurtarıcı gözüyle bakılan risk sermayesi sektörünün beklenen gelişimi göstermesi ve teknoloji bazlı duvarlarla şekillenen dünyamızda ülkemizi arzuladığımız noktalara taşıması iyi niyetli bir hayalden öteye geçemeyecektir.

⁹⁴ <http://www.tekmer.gov.tr>; Hiltzik, 13.08.2000: 2

KAYNAKÇA

- AKBULUT, Y.E.
1995 "KOBİ'lerin Kaynak İhtiyacı ve Sermaye Piyasasından Finansman Sağlama Yolları", Uzman Gözüyle Bankacılık Dergisi, Yıl:3, Sayı:12
- AKPINAR, B.
1999 Hisse Senedi Varantlarının Türk Sermaye Piyasasında Uygulanabilirliği, SPK Yeterlik Etüdü, Ankara
- ALDRICH, H. ve E. AUSTER
1986 "Even Dwarfs Started Small: Liabilities of Age and Size and Their Strategic Implications", L. Cummings ve B. Staw, Research in Organizational Behavior, JAI Press, San Fransisco
- ANKARA TİCARET ODASI
1997 Türkiye'de Yabancı Sermaye Paneli, Ankara Ticaret Odası, Ankara
- AUDRETSCH, D. ve Başk.
2001 "Competition Policy in Dynamic Markets", International Journal of Industrial Organization, Yıl: 5, Sayı: 19
- BARRY, C.B. ve Başk.,
1990 "The Role of Venture Capital in The Creation of Public Companies", Journal of Financial Economics, Yıl: 17, Sayı: 27
- BAYGAN, G. ve M. FREUDENBERG
19.12.2000 The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy, OECD, Paris
- BDDK
2001 Bankacılık Sektörü Yeniden Yapılandırma Programı, BDDK
- BİLKENT HATTI
Ağustos 2001 "Ürün Yaratma ve Geliştirme", Bilkent Hattı
- BVCA
1999 The Economic Impact of Venture Capital in the UK, BVCA
- CHANDLER, A.D. Jr.
1990 Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism, Harvard University, Cambridge

- ÇİZAKÇA, M.
1999 İslam Dünyasında ve Batıda İş Ortaklıkları Tarihi,
Tarih Vakfı Yurt Yayınları, İstanbul
- DRUCKER, P.
1991 Yeni Gerçekler, Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları, Ankara
- ERDAL, C. ve H. KARATAŞ
19.07.2001 Türkiye'de Risk Sermayesi Konulu Görüşme, Ankara
- ERKUMAY, M. A.
2000 KOBİ'lerin Sermaye Piyasası Olanaklarından Faydalandırılması,
SPK Yeterlik Etüdü, Ankara
- EVCA
2001 Policy Priorities for Private Equity, EVCA
- GÜNDÜZ, Y.B.
2001 Israel: Selected Issues & Statistical Appendix, IMF, Washington,
D.C.
- JP MORGAN
14.08.2001 Emerging Markets Today, JP MORGAN
- JUNNE, G.
1997 "The End of the Dinosaurs?", Talalay, M., Farrands, C., Tooze, R.,
Technology, Culture and Competitiveness, Routledge, London
- LEVINTHAL, D. ve M. FICHMAN
1988 "Dynamics of Interorganizational Attachments", Administrative
Science Quarterly, Sayı:33
- LOVEMAN, G. ve W. SENGENBERGER
1991 "The Re-emergence of Small-scale Production: An International
Comparison", Small Business Economics, Sayı: 3
- MC GRATH, R.G.
1996 Options and the Entrepreneur: Toward a Strategic Theory of
Entrepreneurial Behavior, Columbia University

- MORRIS, M. H. ve Başk.
1994 "Reconceptualizing Entrepreneurship: An Input-Output Perspective", SAM Advanced Management Journal, Sayı:59
- MÜFTÜOĞLU, T.
1997 Türkiye'de Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler: Sorunlar-Öneriler, EGS Bank Yayınları, Ankara
- OECD
1997a Government Venture Capital for Technology-Based Firms, OECD, Paris
- OECD
1997b Technology Incubators: Nurturing Small Firms, OECD, Paris
- OECD
1997c Foreign Access to Technology Programmes, OECD, Paris
- SACHS, J.
24.06.2000 "A New Map of the World", The Economist
- SARIASLAN, H.
1996 Türkiye Ekonomisinde Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler, İmalat Sanayii İşletmelerinde Sorunlar ve Yeni Stratejiler, Ankara
- SARIASLAN, H.
26.09.2001 "Reel Ekonomide KOBİ'lerin Finansmanı", SPK Konferansı, Ankara
- SOLOMON, A.
1996 "Venture Capital in the United States", OECD, Venture Capital and Innovation, OECD, Paris, 1996
- STEERS, R. M..
1999 Made in Korea: Chung Ju Yung and the Rise of Hyundai, Routledge, New York
- STINCHCOMBE, L.
1965 "Organizations and Social Structure", J. G. March, Handbook of Organizations, Rand Mc Nally, Chicago

TOSYÖV

10-11.05.2001 “Krizin KOBİ’ler Üzerinde Etkileri”, KOBİ’lerin Rekabet Gücü Konulu OECD Yuvarlak Masa Toplantısı, Çeşme

TTGV

2000 Risk Sermayesi Semineri Notları, TTGV, Ankara

TUNCEL, K.

1996 Risk Sermayesi Finansman Modeli, Dünya Uygulamalarının Analizi ve Türkiye İçin Özgün Bir Model Önerisi, SPK, Ankara

VIALA, P.

1998 “Financing Young and Innovative Enterprises in Europe: Supporting the Venture Capital Industry”, Employment in Europe, European Investment Bank

GAZETELER

Finansal Forum, 05.10.2001

Hürriyet, 01.07.2001

Hürriyet, 26.07.2001

Milliyet, 31.08.2001

ONLINE GAZETELER

HILTZIK, M. A.

13.08.2000 Israel’s High Tech Shifts into High Gear, The Los Angeles Times

KNOWLEDGE@WHARTON

30.08.2001 Venture Capital Industry: Refreshed and Ready to Rebound?, Knowledge@Wharton

TOZKOPARAN, G.,

28.11.2000 Türk İnternetinde Finans Uygulamaları, turk.internet.com

WEB SİTELERİ

<http://www.bvca.co.uk>
<http://www.halkbank.com.tr>
<http://www.investopedia.com>
<http://www.israelventure.com>
<http://www.kgf.com.tr>
<http://www.kosgeb.gov.tr>
<http://www.nvca.org>
http://www.tamas.gov.il/tamas_en.asp
<http://www.tekmer.gov.tr>
<http://www.ttg.gov.tr>
<http://www.tskb.com.tr>
<http://www.spk.gov.tr>
<http://www.yozma.com>

MEVZUAT

Sermaye Piyasası Kanunu

Seri: VI, No: 10 Sayılı "Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği"

Emeklilik Yatırım Fonlarının Kuruluş ve Faaliyetlerine İlişkin Esaslar Yönetmeliği
(08.10.2001 tarihinde SPK internet sitesinde tartışmaya açılan taslak metin)