

Finansman Yöntemi Olarak Risk Sermayesi

Öğr. Gör. Tayfun Deniz KUĞU

Celal Bayar Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Yüksekokulu, MANİSA

ÖZET

Dünyadaki uzun geçmişlerine rağmen, bilgisayar yazılım ve donanım alanındaki teknoloji firmaları ile birlikte fark edilen risk sermayesi, en az diğer sermaye bütçeleme yöntemleri kadar iyi bir yöntemdir. Risk sermayesi finansman yöntemi, gelişmiş ülkelerin sermayeleri üzerinde çok olumlu bir etkiye sahiptir ve sermaye yetersizliği ile yüz yüze olan ülkeler içinde büyük önem taşımaktadır. Risk sermayesi finansman yöntemi, diğer finansal yöntemlere oranla daha uzun vadeli. Ancak; daha yüksek riski üzerinde taşır. Bütün bunlara ek olarak, risk sermayesi yöntemi klasik girişimci tanımını "girişimci" ve "yatırımcı" olarak ayırma tabii tutar.

Anahtar Kelimeler: Risk sermayesi, finans, bütçeleme

A Financial Method: Venture Capital

ABSTRACT

Although, we have recently seen venture capital firms in form of technological firms, software and hardware have a long history. Venture capital is a financing method as well beside the other capital budgeting methods. Venture capital financing method has positive influence on developed countries' economies. In fact, this method is a unique financing technique for countries that are facing to capital absence. Venture capital financing method has long-run outcomes compare to the other capital budgeting methods, but it has higher risks involved. In addition to all, venture capital classified classic entrepreneur concept as "an investor" and "an entrepreneur".

Key Words: Venture capital, finance, budgeting

Giriş

Çağdaş finansman yönetimi anlayışı ile birlikte işletmeler, bilançolarının pasif bölümlerinin farkına varmış, varlıklar kadar kaynakların da verimli ve etkin bir biçimde yönetilmesi gerektiğini kavramışlar ve bu, finansal yöntemlerin sıklıkla kullanılması zorunluluğunu beraberinde getirmiştir.

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

Bütün gelişmiş ülkelerde uzun zaman başarı ile uygulanan risk sermayesi, dinamik, yaratıcı ve yenilikçi, finansman gücü yeterli olmayan her aşamadaki girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerine olanak sağlayan, gerektiğinde işletme ve yönetim desteği de veren, hisse karşılığı sermaye aktarımı sağlayan çağdaş finansal yöntemdir (Ark, 2002: 01). Temel özellikleri arasında, bankalar tarafından desteklenmeyen girişimcilerin desteklenmesi, yatırımların hisse senedi karşılığında yapılması, uzun vadeli olması ve şirketin belli bir gelişme düzeyine gelmesinden sonra hisselerin satılması sayılabilir.

Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde karşılaşılan en büyük finansal sorunlardan birisi, kaynak bulmak ve bu kaynakları doğru zamanda , doğru yerlere yatırım olarak yönlendirebilmektir. Teknolojik gelişmenin yavaş olduğu, yeni fikir ve düşüncelerin hayata geçirilmesinde zorluklarla karşılaşılan ekonomilerde, risk sermayesi yöntemi, makro anlamda rekabeti teşvik eden, bu sayede de üretimin ve kalkınmanın önünü açan bir unsur olmaktadır. Ancak; dünyadaki tüm risk sermayesi fonları, fırsat olmayan yerde fırsat yaratamazlar. Dolayısı ile risk sermayesi fonlarının kendi başlarına bir etkisi yoktur. Girişimcilerin ve teknolojik yeniliğe sahip firmaların varlığı, bu fonların başarısını doğrudan etkiler.

Sadece gelişmekte olan ülkelerde değil, aynı zamanda gelişmiş ülke ekonomilerinde de, varolana alternatif yaratabilme gücünden yararlanarak, maliyeti azaltmak ve dolayısı ile daha çok kâr elde edebilmek amacıyla sıklıkla kullanılır.

Risk sermayesi yöntemi ile klasik girişimci (müteşebbis) tanımı değişikliğe uğramış, yerini girişimci ve yatırımcı olmak üzere iki farklı kavrama bırakmıştır. Girişimci; teşebbüs eden, meydana getiren anlamını alırken, yatırımcı; sadece elindeki kaynak fazlasını değerlendirmek ve bu sayede kazanç elde etmek isteyen olarak tanımlanmıştır. Risk sermayesinin tanımından da anlaşılacağı üzere, teknolojik yenilik veya yeni bir fikrin hayata geçirilmesi sırasında karşılaşılan kaynak sorununun çözümlenmesi esas amaç olarak belirlenmiştir. Risk sermayesinde, riskin büyük bölümü finansmanı sağlayan fonun veya şirketin üzerindedir. Eğer; söz konusu yatırım beklenen getiriyi sağlamazsa, fonu sağlayan risk sermayedarının bir ortak olarak bundan olumsuz etkileneceği kuşkusuzdur.

1. Risk Sermayesi Kavramları

1. 1. Teknoloji

Üretim bilgisinin üretilmesi ve kullanılması becerisidir. Rekabetin, ekonomik büyümenin ve gelişmenin en önemli aracıdır. Sistematik üretim girdisi ile birlikte üretimde kullanılan tüm araç, gereç ve bunları kullanan insan unsurunu kapsar. Dinamik bir kavramdır ve büyüme potansiyeline sahip küçük ve orta ölçekli işletmelere yöneliktir.

1. 2. Teknolojik Yenilik

Yeni bir makine, yeni bir ürün olabileceği gibi, yeni bir pazar veya organizasyon, yeni bir hammadde, yeni bir hizmet türü olabilir. Temel ölçüt, risk sermayesi yatırımının teknolojik yenilik içermesidir. Teknoloji üç türlü yaratılabilir:

- İşletme bünyesindeki Ar-Ge ile proses ve ürün geliştirme faaliyetleri,
- Lisans alma veya teknolojiye sahip bir işletme ile stratejik ortaklık kurarak teknoloji transferi,
- Varolan teknolojinin kullanımı.

1. 3. Teknolojik Gelişme

Yeniliğin fikir olmaktan çıkıp, girişimin yapılması ve ekonomik değer haline dönüştürülene kadar geçen süreçte yapılan faaliyetlerin tümü ifade edilir. Artık düşünce aşamasından çıkmış, eyleme geçilmiştir.

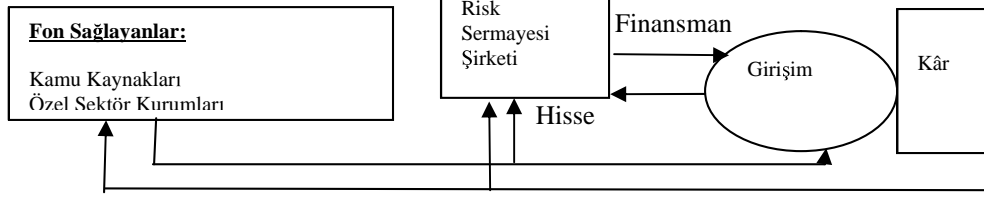
1. 4. Girişimci (Entrepreneur)

Yeni pazar, yeni tedarik ve finansman kaynakları bularak, yeni ürün, hizmet, üretim veya hizmet teknikleri geliştiren, girişimin öncülüğünü yapan ve fikrin eyleme geçerek ekonomik değer kazanmasına neden olan kişidir.

1. 5. Risk Sermayedarı (Venture Capitalist)

Risk sermayesi sağlayan kişi ve kuruluşlardır. Bu amaçla fon toplayan veya kendi birikimini kullanan kişi ve kuruluşlar anlaşılır. Riski büyük ölçüde üstlenerek finansman temin ederler.

Şekil 1: Risk Sermayesinde Taraflar



Kaynak: NVCA, 2000, 15

2. Risk Sermayesinin Gelişim Süreci

2.1. Risk Sermayesinin Amerika Birleşik Devletleri'ndeki Gelişim Süreci (Venture Capital)

Çağdaş finansal yöntem olarak risk sermayesinin ilk uygulandığı yer Amerika Birleşik Devletleri'dir. Değişik zamanlarda A. B. D.'ye göç edenlerin iş kurabilmek amacıyla bankalardan uzun vadeli aldıkları "girişimcilik sermayesi" ile kendini göstermiştir. 18. ve 19. yüzyıllarda, Avrupa'dan Amerika'ya yoğun göçler yaşanırken, yeni kıtada iş gereksinimi duyan göçmenler, bu yöntemi sıklıkla uygulamışlardır.

II. Dünya savaşı sonrasında Amerikalı iş adamı Laurence Rockefeller'ın asker arkadaşlarına savaştan sağ dönmeleri halinde iş kurmaları için destek sözü vermesi ve bu sözünü yerine getirmesi ile risk sermayesi günümüzdeki anlamına kavuşmuştur. Rockefeller, daha önceden planlamamış olmasına rağmen, bu kaynak aktarımını bir yardım veya borç olarak değerlendirmemiş, aksine arkadaşlarının kuruluşlarına risk sermayesi yöntemi ile hisse olarak ortak almıştır (Ark, 2002: 04).

1946 yılında Boston'da kurulan Amerikan Araştırma ve Geliştirme Şirketi (American Research and Development Corporation, ARD), ilk kamu risk

sermaye şirketi olarak, risk sermayesi yatırımları için kurumsal bir örnek teşkil etmiştir. 1953 yılında bazı bankalar ve yatırım şirketleri, küçük ölçekli işletmelere uzun vadeli fonlarla finansman hizmeti sağlamak üzere Küçük İşletmeler İdaresi'ni (Small Business Administration, SBA), kurmuşlardır (Tuncel, 1995: 04).

Risk sermayesi finansman modeli, asıl patlamayı ise yetmişli yıllardan sonra yapmıştır. Bilgi teknolojilerindeki gelişmeye paralel olarak, dinamik ve yaratıcı fikirlerin sayısı hızla artmış ve bu sektörde risk sermayesi daha yoğun olarak kullanılmaya başlanmıştır.

1971 yılında Amerika'da Gelişmekte Olan Şirketler Borsası (NASDAQ) kurulmuş, bu sayede küçük ve orta ölçekli işletmelerin finansman ihtiyacına yönelik işlemler bir kurum çatısı altında toplanarak işleyişi daha düzenli hale getirilmiştir. Sermaye sahibi yatırımcılar bu piyasadan hisse senedi alım-satım işlemleri sırasında şirketler hakkında daha düzenli ve gerçekçi bilgi edinme imkanına sahip olurken, risk sermayesi ile büyüyen şirketler de burada rahatça kayıt (kotasyon) imkanı bulmakta ve hisse satımı gerçekleştirmektedirler. NASDAQ, bugün işlem hacmi ve işlem sayısı ile dünyanın en büyük borsası haline gelmiştir.

A.B.D. 1978'den sonra çıkardığı yasalarla risk sermayesi yatırımlarından kaynaklanan gelir vergisi muafiyetlerini artırarak, emeklilik fonlarının önemli bir bölümünün risk sermayesi fonlarına aktarılmasını teşvik etmiştir. 1980'de 1.2 milyar USD risk sermayesi fonu kullanılırken, bu rakam 2000 yılında 60 milyar USD'in üzerinde olmuştur. 2004 yılında ise, bu rakamın 100 milyar USD'in üzerinde olması beklenmektedir (Nasdaq, 2003: 05).

2. 2. Risk Sermayesinin Avrupa'da Gelişim Süreci (Private Equity)

Avrupa'da risk sermayesi kaynakları bankalar tarafından sağlanmaktadır. Bu konuda en köklü uygulamalara sahip ülke İngiltere'dir.

Avrupa'da risk sermayesi tanımı, borsada kotasyonu olmayan girişimlere hisse alımı yolu ile kurucu ortak olunarak sağlanan sermayedir (private equity). Özellikleri bakımından Amerika ve Avrupa'da uygulanan risk sermayesi yöntemleri birbirinden farklıdır. Avrupa'da risk sermayesi (venture capital) ve kurucu ortaklık hissedarlığı (private equity) eş anlamlı olarak kullanılırken, Amerika'da bu iki kavram birbirinden ayrılmaktadır.

Avrupa'da Comenda 'dan sonra risk sermayesi etkinliğini kaybetmiş ve uzun yıllar Amerika ve uzak doğu kaynaklı fonlarla büyümesini sürdürmüştür. İngiltere'de 1945 yılında Bank Of England tarafından ilk risk sermayesi şirketi olarak kurulan 3İ Corporation, 1980 yılına kadar faaliyette bulunmamıştır. İngiltere'de küçük ve orta ölçekli işletmelere teknik ve risk sermayesi cinsinden sermaye sağlama amacıyla 1946'da Ulusal Araştırma ve Geliştirme Şirketi (The National Research and Development Corporation, NRDC) kurulmuştur (BVCA, 2003: 02).

Fransa'da da risk sermayesi alanında ağırlıklı olarak bankalar göze çarpar. KOBİ' lere destek amacıyla 1967'de Ulusal Geliştirme ve Araştırma Ajansı (ANVAR) kurulmuştur.

Almanya'da ise risk sermayesi uygulamaları kamu şemsiyesi altında gelişmiştir. 1978 yılında 28 Alman bankasının katılımıyla, büyük çapta bir risk sermayesi şirketi kurulmuştur. Devlet bu şirketin zararlarının %75' e kadar olan kısmını karşılamayı taahhüt etmiştir. Ancak; bu girişim çok başarılı olmamış ve uzun yıllar zarar etmiştir. Zarar nedenleri arasında bürokratik bir yapıya sahip olması ve yönetimde çok başlılığın bulunması sayılabilir.

1980'den itibaren Avrupa'da yapılan risk sermayesi yatırımları 125 milyar sterline ulaşmış, sadece 1999 yılında İngiltere'de 11.000 şirkete 2.500.000.£ tutarında risk sermayesi aktarılmıştır (BVCA, 2003: 03).

3. Risk Sermayesinin Özellikleri

Risk sermayesi yatırımı, genellikle yeni bir teknolojik buluşu hayata geçirmek üzere kurulmuş veya kuruluş aşamasındaki işletmelere yapılır. Bu nedenle fon sağlayan yatırımcı kuruluş (risk sermayedarı), girişimci firmanın geçmiş yıllarına ait finansal verilere sahip olamamaktadır. Ayrıca; yeni bir teknoloji olduğu için, piyasada kıyaslama yaparak tahmin yürütülmesine de engel olmaktadır. Bu durum, risk sermayedarının belirsizlik altında karar vermesine ve riskinin artmasına neden olur. Risk sermayesinin miktarı, sadece yatırımın parasal büyüklüğü ile sınırlı değildir. Risk sermayedarı, aynı zamanda yönetsel bilgi birikimini ve deneyimlerini kullanarak, aktif olarak işletmenin fizibilite çalışmalarına, kuruluşuna ve yönetimine katılabilmektedir. Bunun nedenlerinden birisi, fon temin eden işletmenin risk sermayesi şirketine oranla daha az bilgi ve tecrübe sahibi olması, diğeri ise, risk sermayedarının karşıladığı riskin büyüklüğüne bağlı olarak işletmeyi kontrol altında tutmak istemesidir. Risk sermayesi şirketi, yatırım yaptığı işletmeyi iki türlü kontrol edebilir,

Yönetimin içinde yer alarak (Hands-on); Risk sermayedarı yatırım yapılan işletmenin yönetim kurulunda birebir yer alır. Bu şekilde yatırımcı ile işletme arasında düzenli ve sürekli bir görüş alış-verişi başlatılarak, stratejik kararlarda risk sermayedarının söz sahibi olması ve aktif katılımı sağlanır.

Yönetimin dışında kalarak (Hands-off); Risk sermayedarı yönetime aktif katılımı tercih etmeyerek, yönetimin dışında kalır. Sadece bazı kritik kararların alınmasında rol oynar. Temsilci veya gözlemci gibi hareket ederek, işletme ile ilişkisini sınırlı ve olağan raporlar çerçevesinde tutar. Bu tür bir kontrol biçimi, yatırım tutarının çok büyük miktarlarda olmadığı durumlarda ve yatırım yapılan işletmenin rahat hareket etmesini sağlamak için yapılır.

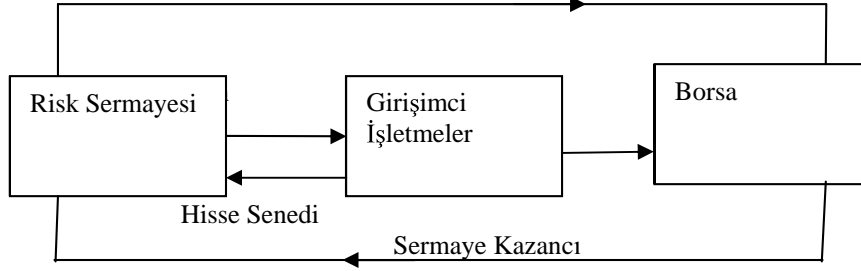
Risk sermayesi yatırımları uzun vadeli yatırımlar olduklarından kısa dönemde likit değildir ve yatırımın geri dönüş süresi beş ile on yıl arasında değişmektedir. Halka açık olmayan şirketlerin hisse senetlerinin işlem göreceği piyasaların olmadığı ülkelerde bu durum daha da belirgin hale gelmektedir. Risk sermayesi, teknolojik yeniliklerle ilgili yatırımlar olduğundan, yatırım

özelliklerine bağlı olarak, gerektiğinde çok büyük miktarlarda nakit tutarlarına ulaşabilir.

Risk sermayesi yatırımları yapı itibarıyla küçük ve orta ölçekli işletmelere yapılır. Bu nedenle risk sermayedarı işletme ile kendisine yatırım yapılan işletme arasında, kredi ve finansman ilişkisi içinde olan diğer işletmelerden daha yakın bir ilişki kurulmaktadır (Toroslu, 2000: 01).

Risk sermayesi şirketleri yatırım yaptıkları işletmelerin hisselerini sonsuza kadar elde tutmazlar. İşletmelerin belirli bir olgunluğa veya pazar payına erişmelerinden sonra bu hisseleri, hisse senedi piyasasında satarak nakde dönmeyi tercih ederler.

Şekil 2: Risk Sermayesinin Çalışma Sistemi



Kaynak: EVCA, 2003, 16

4. Risk sermayesindeki Risk Faktörleri

Teknolojik risk; şirketin araştırma geliştirme (Ar-Ge) çalışmaları sırasında yeterli teknolojik deneyime sahip olmamasından veya fonun bu aşamayı kapsayacak yeterlilikte olmamasından kaynaklanan risktir (Toroslu, 2000: 02).

Üretim riski; kullanılan teknolojinin büyük ölçekli üretime uygun olmamasından kaynaklanan risk türüdür. Bu tür bir risk, üretilen örnek ürünün (numune) pazarlanabilir bir ürüne dönüşmemesinde de söz konusudur.

Finansman riski; üretime başlanmıştır, ancak; ürünün üretiminden pazara eksiksiz dağıtımına kadar gerekli ek finansman yetersiz kalmıştır.

Pazarlama riski; ürünün üretim aşamasındaki problemler aşılmıştır. Ürünün pazara sunumu, pazar büyüklüğü, rekabet koşullarının varlığı durumunda ortaya çıkan bir risktir. Pazarlama aşamasındaki performansa bağlıdır.

Yönetim riski; yatırım yapılan işletmenin, yönetim zafiyetlerinden kaynaklanabilecek bir risklerdir. Yöneticilerin tecrübesiz olmaları, bilgilerinin yetersiz olması ihtimali gibi nedenlerden dolayı, yönetim fonksiyonlarında olabilecek aksamalardır.

Demode olma riski; teknolojik yenilik içeren ve mamul ömür eğrisi kısa olan ürünlerde, pazar koşullarının, ürün yeterli satış hacmine ulaşmadan teknolojisini eskitme riskidir. Rakip ürünlerin piyasaya çıkması, daha ileri bir teknolojinin hemen devreye girmesi gibi sebeplerden dolayı bu risk doğabilir.

5. Risk Sermayesi Finansman Türleri

5.1. Proje Aşamasında Finanslama (Seed Capital)

Bu aşamada işletme henüz kurulmamıştır. Girişimcinin yeni bir fikri vardır. Bu fikir henüz hayata geçmemiştir. Fikir aşamasının finansmanı veya çekirdek sermaye de denir. Girişimci fikrini geliştirmiş, ilerisi için ne teknik, ne de ticari planlama yapmamıştır. Girişimciye ait projenin geleceği, genellikle bir yıl içinde şekillenmektedir (Kobinet, 2003: 01). Risk sermayedarı, işletmeyi bu aşamada desteklemeye başlar. Getirisinin ne olacağı bilinmediğinden, pazar payı ile ilgili veri olmadığından ve maliyetinin tutarı hakkında kesin veriler olmadığından en riskli yatırım aşamasıdır. Fikrin hayata geçirilmesi aşamasından iki veya üç sene önce başlanır, yatırımın geri dönüş süresi de ortalama on veya on iki sene süreceğinden, risk sermayedarları tarafından pek tercih edilmez. Bu aşamadaki projelerin yaklaşık %70 i ilk bir yıl içinde risk sermayesi şirketleri tarafından elenmektedir (Kobinet, 2003: 01).

Çekirdek sermayesinde iki türlü seçenek söz konusudur. Birincisi, girişimcinin payını bozmadan, büyük çoğunluğu borçlardan oluşan bir finansman paketi kullanmak, ikincisi ise, borçlanma oranını en düşük düzeyde tutarak dışarıdan yeni ortak kabul etmektir.

Örneğin; ABC İşletmesinin toplam 200.000 USD sermaye gereksinimi vardır. Sermayenin dağılımını bir tablo üzerinde görelim:

Tablo 1: İşletmenin Toplam Sermaye Gereksinimi

Sermaye Gereksinimi	(000) USD
Hazırlık masrafları	40
Lisans ve patent giderleri	10
Makine ve teçhizat	40
İşletme sermayesi	60
Yapı giderleri	10
Karşılıklar	20
Danışmanlık giderleri	20
Toplam	200

İşletmenin sermaye gereksinimi, borç ağırlıklı ve öz kaynak ağırlıklı finansman tercihinin seçilmesine göre farklılık gösterecektir. Borçlar/özsermaye oranı da önemli ölçüde değişime uğrayacaktır. Borçlanma durumunda, borçlar, özsermayenin üç katına çıkarken, özsermaye tercihi durumunda borçlar ve özsermaye eşitlenecektir.

Tablo 2: Borç Ağırlıklı ve Özsermaye Ağırlıklı Finansal Yapı

	Borç Ağırlıklı Finansal Yapı	Özsermaye Ağırlıklı Finansal Yapı
Kurucu payı	50	50
Yeni ortak payı	-	50
Toplam özsermaye	50	100
Orta vadeli borç	50	50
Kısa vadeli (banka) borcu	100	50
Toplam borçlar	150	100
Borçlar/özsermaye (%)	%300	%100

5.2. Başlangıç Finansmanı (Start-Up Capital)

Bu aşama risk sermayedarlarının işletmeye yatırım yapmak için en istekli oldukları aşamadır (Kosgeb, 2003: 02). Risk sermayesinin genel kullanım alanı bu yatırım biçimidir. Kuruluş süreci içinde olan veya yeni kurulmuş, ancak, ürününü ticari bir marka olarak piyasaya çıkartmamış işletmelerin finansmanında kullanılır. Ürünün geleceği ile ilgili en yoğun araştırmaların ve tahminlerin yapıldığı dönemdir. Risk sermayedarı, parasal desteğin yanı sıra, bilgi ve tecrübesini de yoğun olarak bu dönemde aktarır. Genellikle başlangıç finansmanı üç ila beş yıl arasında sürmektedir.

Başlangıç aşamaları bütün risk sermayedarlarının düşündüğü yüksek kazançların kaynağı olmakla birlikte, aynı zamanda başarısız olmuş projelerin kaynağıdır. Başlatılan girişimin özelliklerine göre ilk taahhüt edilenin birkaç katı büyüklüğünde ek finansman sağlamak söz konusu olabilir. Bunun mümkün olmaması durumunda, yatırımın boşa gitmesi kaçınılmazdır.

5.3. Üretim (Erken Aşama) ve Piyasaya Giriş Aşamasında (Geçit Aşaması) Finanslama (Early Stage and Gate Financing)

İşletmenin pazara çıkan bir ürünü vardır, ancak üstünlük sağlayacak imajı ve önemli bir pazar payı yoktur. Bunların oluşması için uzunca bir süreye ihtiyaç vardır. İşletme ürünü geliştirmiş, ticari üretimi (erken aşama) ve pazarlaması (geçit aşaması) için ek fona ihtiyaç duymaktadır. Bu aşamada işletme bankalardan kredi alacak yeterli teminata sahip değildir. Halka açılmadığı için sermaye piyasalarından fon bulması da mümkün değildir.

5.4. Piyasada Tutunma Aşamasında (Köprü Finansmanı) Finanslama (Bridge Financing)

İşletme artık piyasada ürünü ile tutunmuş ve belli bir pazar payına ulaşmıştır. Bu süreç, altı ay veya bir sene içinde hisselerini halka açarak sermaye şeklinde fon temin etmesi ile sonuçlanır. Köprü finansmanı, halka açılma süreci içinde işletmenin ihtiyaç duyduğu fonu temin etmek amacıyla kullanılır.

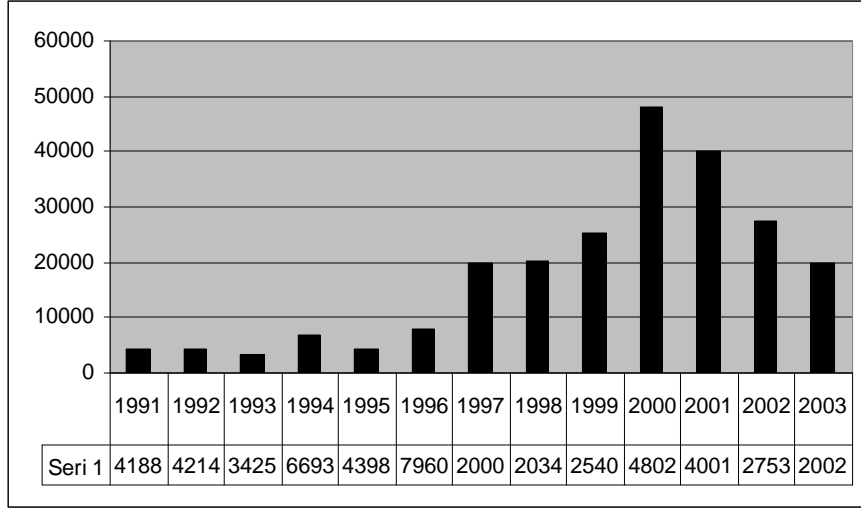
Bu süreç sonunda da risk sermayedarı elindeki hisseleri borsada veya borsa dışında satarak nakde dönüştürür. Artık yatırım bitmiş, kazanç elde edilmiştir. Elde edilen nakit, yeni girişimlerin desteklenmesi için kaynak olarak kullanılmaktadır. Risk sermayesi yatırımlarında tercih edilen türe göre, risk dereceleri ve finanslama süreleri farklılık göstermektedir.

Tablo 3: Yatırım Aşamalarında Zaman-Risk Tablosu

Yatırım Tipi	Zaman (Yıl)	Risk
Erken aşama finansmanı		
• Tasarım finansmanı	7-10	Çok yüksek
• Başlangıç sermayesi	5-10	Çok yüksek
• Erken geliştirme	3-7	Yüksek
Geç aşama finansmanı		
• Genişleme sermayesi	1-3	Orta
• Köprü finansman çıkış öncesi destekleme	1-3	Düşük
Şirket kurtarma finansmanı	3-5	Orta-Yüksek

Kaynak: www. Kobinet.org.tr/finansdünyasi/risksermayesi/html.

Şekil 3: Avrupa’da Risk Sermayesi Fonlarının Zaman İçinde Büyüklüğü (Milyon €)



Kaynak: EVCA, 2003, 01

6. Risk Sermayesi Süreci

6.1. Risk Sermayesi Birikiminin Oluşturulması

Bireysel tasarruflular, emekli sandıkları, sigorta şirketlerinin fonları, bankalar, kamu ve özel sektör kuruluşları gibi kaynaklardan risk sermayesi yatırımlarında kullanılmak üzere fon temin edilir. Risk sermayesi şirketi, bünyesinde toplanan bu fonlar için hiçbir kâr payı veya faiz ödemesi taahhüdünde bulunmaz. Bu fonlar diğer yatırım araçlarına oranla daha uzun vadeli ve daha yüksek riske sahiptir. Fonların tutarı ve vade yapısı yeterli büyüklükte ve esneklikte olmalıdır (Kosgeb, 2003: 03).

Tablo 4: A.B.D. , İngiltere ve Türkiye’de Risk Sermayesi Fon Kaynakları

A. B. D.	İngiltere	Türkiye
<ul style="list-style-type: none"> Bağımsız RS ortaklıkları Şirketlerin RS ile ilgili kuruluşları İş geliştirme şirketleri Ar-Ge ortaklıkları Özelleşmiş fonlar 	<ul style="list-style-type: none"> Bankaların oluşturduğu fonlar Yatırım kuruluşları destekli fonlar BES (Business Expansions Funds, iş geliştirme fonları) Şirket ve diğer özel şirket fonları Yarı resmi kuruluşların fon kaynakları 	<ul style="list-style-type: none"> Bağımsız RS şirketleri Şirketlerin RS bölümleri KOBİ’lere yatırım yapan özel şirketleri Ar-Ge faaliyetinde bulunan özel ortaklıklar Bankalar

Kaynak: www. kobinet. org. Tr/finansdünyası/risksermayesi/html.

6.2. Yatırımın Yapılması

Risk sermayesi şirketi, yeni bir yatırım fikrine sahip girişimcilerden, yarım kalmış yatırımını tamamlamak isteyen girişimcilerden ve mevcut işlerini büyütme isteyen kuruluşlardan veya kişilerden fon taleplerini toplar. Bu talepleri değerlendirir ve uygun gördüğüne yatırım yapılması kararını verir. Yatırımın yapılması aşaması en uzun ve karmaşık aşamadır. Önerilerin toplanması, yatırım yapılacak alanın seçimi, yatırım türüne karar verilmesi, kaynak ve finansman yöntemlerinin belirlenmesi, yönetici kadroların seçimi, yapılan yatırımın izlenmesi, değerlendirilmesi ve denetimi gibi işlemleri içerir.

6.3. Yatırımın Sonlandırılması

Yatırım yapılan işletme gelişmiş ve belli bir pazar payına ulaşmıştır. Piyasada tutunmaya başlamış ve belli bir kârlılık düzeyini tutturmuştur. Risk sermayesi şirketi, hedeflediği kârı elde etmek için, bu işletmedeki hisselerini borsada veya borsa dışında satarak nakde çevirir.

7. Türkiye’de Risk Sermayesi

7.1. Risk Sermayesi Şirketlerinin Yasal Durumu

Sermaye Piyasası Kurulu’nun, 06.07.1993 tarih ve 21629 sayılı resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe giren, Seri: VIII, No: 21 sayılı “Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği” ile, risk sermayesi Türkiye’de ilk defa yasal düzenlemeye kavuşmuştur. Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine göre, Türkiye’de risk sermayesi kurumu olarak üçlü bir yapı söz konusudur. Bunlar risk sermayesi yatırım fonları, risk sermayesi yatırım ortaklıkları ve risk sermayesi yönetim şirketleridir. Her üçünün de çalışma esaslarını belirleme ve denetleme yetkisi, kanunla Sermaye Piyasası Kurulu’na verilmiştir.

Ancak; kanunun çıkışı aşamasında, risk sermayesi yatırım ortaklıklarının başlangıç sermayesinin 100 milyar TL. (Temmuz 1993 döviz kurları ile yaklaşık 9 milyon USD), kayıtlı sermaye tavanının ise 300 milyar TL (Temmuz 1993 döviz kurları itibarıyla 27 milyon USD) olarak belirlenmesi çok yüksek bulunmuş ve risk sermayesi yatırım ortaklığı kurmak isteyen kişi ve kurumlardan gerekli ilgiyi görmemiştir (Tuncel, 1995: 16).

1998 yılında söz konusu tebliğde değişiklik yapılan kadar sadece bir tek şirket, o da 1996 yılında (Vakıfbank A. Ş. girişimi ile Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş.) kurulmuştur. 1998 yılında söz konusu tebliğde kuruluş sermayesi 500 milyar TL. olarak belirlenmiş ve yatırım alanlarında esnekliğe gidilmiştir.

Tebliğde risk sermayesi yatırımının tanımı; “girişim şirketlerinin birinci el piyasalarda ihraç ettiği, sermaye piyasası araçlarına yapılan uzun vadeli yatırımlar” şeklinde belirlenmiştir. Risk sermayesi yatırımlarının, girişim şirketlerine ortak olmak suretiyle yapılabileceği gibi, bu şirketlerin ihraç ettiği borçlanma senetlerinin satın alınması yolu ile de mümkün olabileceği belirlenmiştir.

Girişim şirketlerinin, sanayi ve ziraat alanında uygulama ve ticari pazar potansiyeli olan araç, gereç, malzeme, hizmet veya yeni ürün, yöntem, sistem ve üretim tekniklerinin meydana getirilmesini veya geliştirilmesini amaç edinmeleri ya da yönetim, teknik, veya sermaye desteği ile bu amaçları gerçekleştirebilecek durumda olmaları gereklidir (SPK, 1998: 02).

Risk sermayesi şirketleri, kayıtlı sermaye esasına göre defter tutan anonim şirketler olarak kurulmalı ve çıkarılmış sermayesinin asgari %49 oranındaki hisselerini, bu tebliğde belirtilen süre ve esaslar dahilinde halka arz etmek üzere kurulmuş olması gereklidir. Risk sermayesi yatırım ortaklığı şirketlerinin başlangıç sermayesi 500 milyar TL. dan az olamaz ve nakit karşılığı çıkarılmış olması gereklidir.

7. 2. Türkiye’de Risk Sermayesi Yatırımları

Risk sermayesi uygulamaları, SPK tarafından yasal düzenlemelerin yapılmasından önce, Türkiye’de yerleşik işletmelerin finansman ihtiyaçlarını karşılayabilmek amacıyla, yurt dışında ucuz maliyetli fon aramaları veya yurt dışında faaliyet gösteren risk sermayesi fonlarının Türkiye’ye yatırım yapma fikrinden ortaya çıkmıştır. 1993 yılından önce yurt dışı kaynaklı bir çok risk sermayesi fonu, Türkiye’ye gelerek cazip gördükleri alanlarda yeni veya kurulu bulunan işletmelere yatırım yapmışlardır. Yatırım tutarları, fonların büyüklüğü ve risk alma isteklerine bağlı olarak değişiklik göstermiştir.

Yurt dışından Türkiye’ye ilk doğrudan risk sermayesi yatırımı, 1991 yılında Banker Trust ile Türk Petrol Holding’in ortak olmaları girişiminde yaşanmıştır. Bu girişim Banker Trust’un Türkiye ile ilgili politikalarında değişikliğe gitmesi sonucu, 50 milyon USD’in iade edilmesi karşılığında başarısızlıkla sonuçlanmıştır (Kobinet, 2003: 01).

1995 yılında Sparx Asset Management, Türkiye’de yatırım yapmak için İstanbul’da bir irtibat ofisi açmıştır. Sparx, Türkiye’de toplam yedi işletmeye 40 milyon USD üzerinde yatırım yapmıştır. Yaptığı yatırımlardan Ünal Tarım ve Arat Tekstil, ikinci yılın sonunda hisselerini satmak suretiyle halka açılmış ve önemli oranlarda kâr sağlamıştır. Aynı şirketin Aba Ambalaj’a yaptığı yatırım ise zararlı sonuçlanmış ve işletme kapatılmıştır. Aynı şirketin halen Tekstilbank, Eka Elektrik, Rant Leasing’ de ortaklıkları devam etmektedir.

1996 yılında kurulan Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş., Türkiye’de kurulan, gerçek anlamdaki ilk risk sermayesi şirkettir. Şirket, yazılım, biyoteknoloji, kompozit malzeme ve makine imalat sektörlerini yatırım için öncelikli sektörler olarak belirlemiştir. Şirket, 2000 yılında borsaya kote olmuştur.

Şirketin ilk yatırımı, ODTÜ-KOSGEB Teknoloji Geliştirme Merkezi’nde faaliyet göstermekte olan Teknoplazma A. Ş.’ dir. Fiziksel buharlaşma yöntemi ile çalışan bir kaplama reaktörünü Türkiye’de ilk kez tasarlamış ve üretmiştir. Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş., sözleşmede yer alan beş yıllık süre bitiminde, hisseleri geri satarak veya şirket borsaya kota olursa borsada satarak yatırımdan çıkacaktır. Şirketin ikinci yatırımı ise, Ege Serbest Bölgesi’nde

faaliyete başlayan İnova Biyoteknoloji A. Ş.'dir. Şirket, Hepatit A, Hepatit B, HIV gibi çeşitli hastalıklar ile, hamileliğin teşhisinde kullanılacak olan çeşitli tanı kitlerinin, biyoteknolojik yöntemlerle üretilmesinde faaliyet göstermektedir. Şirketin üçüncü yatırımı ise, bir internet servis sağlayıcısını bünyesinde barındıran Ortadoğu Yazılım Hizmetleri A. Ş.'dir. ODTÜ yerleşkesi içinde faaliyet gösteren şirket, Türkiye'nin ilk internet servis sağlayıcısı TR-NET'i kurmuştur (Vakıfrisk, 2003: 01).

1997 yılında Merrill Lynch Uluslararası Yatırım Fonu, Termo Teknik A. Ş. adında, ısı ekipmanları üreten şirkete yatırım yapmış ve hisselerini iki kat fazla fiyatla İngiliz Caradon şirketine satmıştır.

Lehman Brothers Uluslararası Yatırım Fonu'nun, Superonline internet servis sağlayıcısına yaptığı 70 milyon USD'lık yatırım da risk sermayesi kapsamında sayılabilir.

Doğuş Holding bünyesinde kurulan Okyanus Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A. Ş., internet alanında kurulu bulunan bir şirket olan, İxir İnternet Hizmet A. Ş.'ne yatırım yapmıştır. Okyanus'un yaptığı yatırım, firmanın bir marka olarak piyasada tutunma aşaması olan başlangıç evresinde (start-up) finansman desteğidir.

2001 yılında Koç Holding bünyesindeki yeni girişim araştırma ve uygulama birimi tarafından risk sermayesi finansmanı ile Biletix Bilet ve Organizasyon Hizmetleri A. Ş. faaliyete geçmiştir. Çeşitli organizasyonlara internet üzerinden on-line rezervasyon ve bilet hizmeti veren şirket, Türkiye'de türünün ilk örneğidir (TTGV, 2003: 02).

Sonuç

Türkiye gibi ekonominin itici gücünü küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşturduğu ülkelerde, risk sermayesi finansman yöntemini daha da yaygınlaştıracak ve teşvik edecek uygulamaların bir an önce hayata geçirilmesinin olumlu sonuçlar doğuracağı kuşkusuzdur. Böylelikle bu tür işletmeler, ihtiyaç duydukları finansal ve yönetsel desteği, yüksek maliyetli ve kısa süreli fonlarla karşılamak zorunluluğundan kurtulacaklardır.

Yapılacak yatırımların, devlet desteği ve buna bağlı olumsuzluklardan uzak kalınarak, tamamen piyasa koşulları altında katma değeri yüksek, yeni teknoloji içeren ve getirisi uzun vadede daha fazla olan sektörlerde yoğunlaşması, risk sermayesi finansman yöntemi ile sağlanabilir.

KAYNAKÇA

- ACTIVELINE, (2000), "Yeni Ekonominin İtici Gücü: Risk Sermayesi", Eylül, sayı: 6
ACTIVELINE, (2000), "Para ve Zekanın Buluştuğu Yer: Risk Sermayesi", Ekim, sayı: 7
ARK, A. H. (2002), "Risk Sermayesi: Tarihsel Gelişimi ve Türkiye Ekonomisinin Yeniden Yapılandırılmasında Potansiyel Rolü ve Önemi", Activeline, Mart-Nisan
BVCA, British Venture Capital Association, (2003), "What is Venture Capital?", Ekim, <http://www.bvca.com.uk/main/html>
CRUZ-DE PAULA, D. (2003), "Mezzanine Financing", Kasım, <http://www.vfinancing.com/articles/venturecapitals/html>
EVCA, European Venture Capital Association, (2003), Ekim, <http://www.evca.com/main/html>

- GLADSTONE, D., GLADSTONE L. (2003), "Venture Capital Handbook: An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital", Ekim, <http://www.proquest.safaribooksonline.com/0130654930/ch01>
- KOBİNET, (2003), "Risk Sermayesinin Dünya ve Türkiye'deki Uygulamaları", Ekim, <http://www.kobinet.org.tr/finansdünyası/html>
- KOSGEB, (2003), "Risk Sermayesi" Kasım, <http://www.kosgeb.org.tr/risksermayesi/html>
- NASD, National Association For Security Dealers, (2003), Kasım, <http://www.nasdaq.com/history/main/html>
- NVCA, National Venture Capital Association, (2000), Aralık, <http://www.nvca.org.tr/main/index/html>
- SCHMITT, B. (2002), Assessing The Availability of Traditional Venture Capital in The US: A Preliminary Analysis, Aralık, <http://www.cdvca.com/avalibilityofventurecapital/html>
- SPK, Sermaye Piyasası Kurulu, (2003), Kasım, <http://www.spk.gov.tr/anasayfa/risksermayesi/html>
- TUNCEL, K. (1995), Risk Sermayesi Finansman Modeli, S.P.K. Yayınları, Ankara
- TOROSLU, M. V. (2000), "Risk Sermayesi Finansman Modeli", Activeline, Mayıs, sayı: 2
- TTGV, Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı, (2003), Eylül, <http://www.ttg.gov.tr/risksermayesi/html>
- <http://www.vakifrisk.com/istiraklerimiz/html>, (2003), Ekim
- <http://www.ventureeconomics.com/stats/2001Q2/mainmenu/html>, (2003), Ekim