

Girişim Sermayesi Yapısı ve Verilerle Türkiye Uygulaması

Turgay MÜNYAS¹

Öz

Bu çalışma, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklık modelini ve Türkiye’de bu ortaklık modeline ilişkin yapılan düzenlemeleri ele alarak Türkiye uygulamasına ilişkin hukuki yapı analiz etmeyi amaçlamıştır. Çalışma hukuki yapıyı takiben 2008 – 2016 yılları arasında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının faaliyet ve finansal verilerinin yıllar itibariyle göstermiş olduğu eğilimi analiz etmeyi amaçlamaktadır. Girişim Sermayesi yatırım Ortaklıklarına ilişkin veriler analiz edildiğinde 2008 -2016 yılları arasında faaliyet ve finansal verilerinin artış eğiliminde olduğu görülmüştür.

Anahtar Kelimeler: Girişim Sermayesi, Kolektif Yatırım Kuruluşu, Yatırım Ortaklıkları,

Illegal Structure of Illegal Structure of Structure of Venture Capital Investment Partnership Model and Turkish Application with Data

ABSTRACT

This study aims to analyse Venture Capital Investment Partnership Model and handles the arrangements done in Turkey related to this partnership model to analyze the legal structure related to the application in Turkey. The study aims to analyse this legal structure following Venture Capital Investment Partnership activity and the tendency of financial data to be shown by years between the years 2008-2016. When the data related to Venture Capital Investment Partnership is analysed, it is seen that the activity and

¹ Yrd. Doç. Dr. Turgay MÜNYAS, Okan Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık, turgay.munyas@okan.edu.tr, orcid.org/0000-0002-8558-2032

financial data have shown an upward trend in between 2008-2016.

Key Words: Venture Capital, Collective Investment Enterprise, Investment Partnership

1. GİRİŞ

Çalışmanın amacı, sermaye piyasasına yönelik olarak yapılan birincil ve ikincil düzenlemeler çerçevesinde girişim sermayesi yatırım ortaklık modeline ilişkin hukuki yapıyı ele almak ve incelemektir. Sonrasın da ise sermaye piyasasında girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin yapılan düzenlemeler ve mevcut uygulamalar sonucunda bu kurumların piyasada 2008 – 2016 yılları arasında faaliyet ve finansal verileri analiz edilecektir.

Yapılan analiz çalışmasında beş farklı durum analiz edilmiş. Bunlardan birincisi, piyasada faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklık sayısı, ikincisi, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının sahip olduğu toplam kayıtlı sermaye miktarı, üçüncüsü, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının sahip olduğu toplam çıkarılmış sermaye miktarı, dördüncüsü ise girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının portföy dağılımları ve son olarak ise girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının toplam piyasa değerleri analiz edilmiştir.

2. Kavramsal Çerçeve

Ekonomik büyümenin önündeki önemli engellerden biri kıt kaynaklardır. İşletmelerin hedeflenen büyümeye ulaşılabilmesi için elde edilmesi zor olan kaynakların verimli bir şekilde kullanılması gerekmektedir. Günümüz ekonomisinde, var olan kıt kaynakların en başında da işletme sermayesi gelmektedir (Elmas ve Yılmaz, 2016). Ülke ekonomilerinin kalkınmalarında ve refah seviyelerinin yükseltilmesinde girişimcilik önemli bir role sahiptir. Ancak ekonomilerin gelişmesinde önemli bir yeri olan girişimciliğin gelişmesi iki temel şarta bağlıdır. Bunlar, iş fikri ve finansmandır. Çoğu zaman bu iki şart aynı kişide bulunmamaktadır bu nedenle özel bir iş fikrine sahip olan girişimcinin finansman ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Başlangıçta girişim için ihtiyaç duyulan fon kay-

nakları genellikle girişimcinin sahip olduğu sermaye, banka kredileri ile eş dost ve akrabalarından sağlanan kaynaklardır. Ancak bu kaynaklar yeterli ve nitelik bakımından girişim finansmanına uygun olmayabilir. Bu nedenle risk (Girişim) sermayesi, yenilikçi ve büyüme potansiyeli yüksek girişimcilerin karşısına alternatif bir finansman modeli olarak ortaya çıkmaktadır (Uygurtürk ve Soylu, 2016). Girişim sermayesi, fon fazlasına sahip yatırımcıların gelişme potansiyeli yüksek olan küçük ve orta ölçekli işletmelerin oluşumu ve faaliyeti geçmesi için yatırım yaptıkları uzun vadeli bir yatırımdır (SPK III-48.3. No'lu Tebliğ 2013). Girişim sermayesi, genel olarak dinamik ve yaratıcı ancak finansal gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmelerini sağlamayı amaç edinen bir yatırım modelidir (Akyol, 2013).

Girişim sermayesi başta Amerika Birleşik Devletleri ve Avrupa Birliği üyesi ülkeler olmak üzere dünyanın bir çok ülkesinde hızlı bir gelişme trendine giren faizsiz ve uzun vadeli bir finansman modelidir. Ülkemizde de 1992 yılında alınan ekonomik istikrar tedbirlerinin ardından gerçek anlamda bir yatırım aracı olarak uygulanmaya başlanmıştır (Çelikkaya, 2007).

İngilizcede "Private Equity" olarak ifade edilen "Girişim Sermayesi" kavramı, "Risk Sermayesi" kavramını da kapsayacak şekilde, fikirlere ve henüz başlangıç aşamasındaki yeni kurulmuş işletmelere yapılan yatırımların yanında, satın almaları, yeniden yapılandırmaları ve büyüme stratejisine sahip genellikle 3 – 10 yıllık işletmelere yapılan büyüme ve genişleme yatırımlarına da kapsamaktadır (Yüce, 2013). Bu yatırımları gerçekleştiren kurumlar girişim şirketi olarak ifade edilmektedir. Girişim şirketi, sermaye piyasası mevzuatına göre Türkiye'de kurulmuş olan gelişme ve büyüme potansiyeli taşıyan, kaynak ihtiyacı olan şirketler girişim şirketi olarak ifade edilir (Cabur, 2015). Girişim sermayelerinin önemli fonksiyonlarından biri yeni girişimcilerin finansman ihtiyacını karşılaması ve aynı zamanda kullanıldığı ülkelerde üretim ve pazarlama sektörlerinin hızla gelişmesine katkı sağlayarak teknolojik yeniliklerin artmasında da önemli bir rol üstlenmektedirler (Kantar, 2008).

Yukarıda değinildiği üzere risk sermayesi alanında faaliyet gösteren kurumlar daha çok Amerika ve Avrupa kıtasında yer almaktadır. Bunlardan bazıları, seed capital, value, Eurotech capital ve sprinttir. Seed Capital; yeni oluşturulmuş olan şirketlere destek sağlamaktadır. Value, KOBİ'lere teknik ve bilimsel destek sağlamaktadır. Eurotech Capital, Uluslararası ileri teknoloji yatırımı yapan risk sermayesi şirketlerini desteklemektedirler. Sprint, küçük işletmelere yenilikçi iş süreçlerinde destek olmayı amaçlamaktadır (Çolak, 2015).

Uygulamada girişim sermayesi şirketi, buluş yada teknik proje sahibi ve sermaye koyan girişimci olmak üzere üç taraf bulunmaktadır. Bir girişim sermayesi ortaklığının beş temel özelliği bulunmaktadır.

Bunlar;

- Girişim sermayesi bir finansal aracı konumunda çalışmaktadır.
- Girişim sermayesi sadece özel şirketlere yatırım yapar.
- Girişim sermayesi portföyündeki şirketleri izlemeye ve yardım etmeye aktif bir rol oynarlar.
- Girişim sermayelerinin başlıca amacı, satış ve halka arz aracılığı ile mevcut yatırımlarının getirisini maksimize etmektir.
- Girişim sermayesi, şirketlerin içsel büyümesine yatırım yapar. (Uygurtürk ve Soylu 2016)

Girişim sermayesi şirketlerinin uyguladıkları stratejiler bu kurumları değişik gelişim aşamalarında bulunan şirketlere yatırım yapmaya yönlendirmektedir. Girişim sermayesi yatırım aşamaları aşağıdaki gibidir (Necmettin, 2012):

- 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)
- Diğer geç aşama yatırımları şeklinde sınıflandırılabilir.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı ise, Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (III-48.3) nolu Tebliğ ile belirlenmiş usul ve esaslar dahilinde, girişim sermayesi yatırımları, sermaye piyasası araçları ve Kurulca belirlenecek diğer varlık ve haklardan oluşan portföyü işletmek amacıyla paylarını ihraç etmek üzere kurulan veya esas sözleşme değişikliği yolu ile dönüşen, Kanununun 48 inci maddesinde sınırı çizilen faaliyetler çerçevesinde olmak kaydı ile bu Tebliğde izin verilen diğer faaliyetlerde bulunabilen ve kayıtlı sermaye sistemine tabi anonim ortaklık olan sermaye piyasası kurumudur (SPK III-48.3. No'lu Tebliğ 2013).

Türkiye'de girişim sermayesi kavramı ilk kez 24.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanunla değişik 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile mevzuatımıza girmiştir. Daha sonra SPK tarafından hazırlanan 06.07.1993 tarih 21629 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri: VIII No:21 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Bu tebliği 06.11.1998 tarih ve 32515 sayılı Seri: VI 15 nolu tebliğ düzenlemesi izlemiştir. Bu ikincil düzenleme de yerini 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri: VI No:15 sayılı tebliğe bırakmıştır. Türkiye'de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin yapılan son düzenleme ise 09.10.2013 tarih 28790 sayılı III-48.3 nolu Girişim Sermayesi yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklar, kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kuruldukları için sermaye piyasası kanununda düzenlenmemiş tüm hususlarda 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketlere ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdürler (<http://www.spk.gov.tr> Çevrimiçi, 01/06/2017) .

Yeni kurulan ve dönüşen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının kuruluş şartları 09/10/2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmış tebliğin 5. maddesinin 2. Bendinde ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiştir.

Buna göre;

- Kayıtlı sermayeli anonim ortaklık şeklinde kurulması, kayıtlı sermayeli anonim ortaklık olması veya esas sermaye sistemine tabi anonim ortaklık niteliğinde olup kayıtlı sermaye sistemine geçmek için Kurula başvurusu,
- Kuruluşta başlangıç sermayesinin, dönüşümde ise Kurul düzenlemelerine uygun olarak düzenlenmiş ve bağımsız denetimden geçirilmiş finansal tablolarındaki mevcut ödenmiş veya çıkarılmış sermayesi ile öz sermayesinin her birinin 20.000.000 TL’den az olmaması,
- Kuruluş ve dönüşümde paylarının nakit karşılığı çıkarılması ve pay bedellerinin tam ve nakden ödenmesi,
- Ticaret unvanında “Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı” ibaresinin bulunması,
- Kurucu ortakların veya mevcut ortakların bu Tebliğde öngörülen şartları haiz olması,
- Esas sözleşmesinin Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun olması veya mevcut esas sözleşmesini Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine uygun şekilde değiştirmek üzere Kurula başvurmuş olması,
- Yönetim kurulu üyelerinin ve genel müdürün bu Tebliğde öngörülen şartları taşımaları,
- Başlangıç sermayesinin/çıkarılmış sermayenin %25’i oranındaki paylarının, bu Tebliğde belirlenen süre ve esaslar dahilinde halka arz edileceğinin veya nitelikli yatırımcılara satılacağına Kurula karşı taahhüt edilmiş olması,
- Kurucu veya mevcut ortaklardan en az birisinin lider sermayedar olması zorunludur. (SPK III-48.3. No’lu Tebliğ 2013).

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının kimler tarafından kurulabileceği konusunda yasal bir düzenleme yapılmamıştır. Bu nedenle herhangi anonim şirkette kurucu olabilecek gerçek ve tüzel kişiler Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı kurup işletebilecektir (<http://www.spk.gov.tr> Çevrimiçi,01/06/2017). Ancak tebliğin 6.maddesinde kurucu ve ortaklar için bir takım özel koşullar belirlenmiştir.

Bunlar;

- Müflis olmaması, konkordato ilân etmiş olmaması ya da hakkında iflasın ertelenmesi kararı verilmiş olmaması,
- Faaliyet izinlerinden biri Kurulca iptal edilmiş kuruluşlarda, bu müeyyideyi gerektiren olayda sorumluluğu bulunan kişilerden olmaması,
- Kanunda yazılı suçlardan kesinleşmiş mahkumiyetinin bulunmaması,
- Mülga 14/1/1982 tarihli ve 35 sayılı Ödeme Güçlüğü İçinde Bulunan Bankerlerin İşlemleri Hakkında Kanun Hükmünde Kararnameye göre kendileri veya ortağı olduğu kuruluşlar hakkında tasfiye kararı verilmemiş olması,
- 26/9/2004 tarihli ve 5237 sayılı Türk Ceza Kanununun 53 üncü maddesinde belirtilen süreler geçmiş olsa bile; kasten işlenen bir suçtan dolayı beş yıl veya daha fazla süreyle hapis cezasına ya da devletin güvenliğine karşı suçlar, anayasal düzene ve bu düzenin işleyişine karşı suçlar, zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, güveni kötüye kullanma, hileli iflas, ihaleye fesat karıştırma, edimin ifasına fesat karıştırma, bilişim sistemini engelleme, bozma, verileri yok etme veya değiştirme, banka veya kredi kartlarının kötüye kullanılması, suçtan kaynaklanan malvarlığı değerlerini aklama, kaçakçılık, vergi kaçakçılığı veya haksız mal edinme suçlarından mahkûm olmaması,
- Ortaklık kuruluşu için gerekli kaynağı kendi ticari, sınai ve sair yasal faaliyetleri sonucunda her türlü muvazaadan

ari olarak sağlaması ve taahhüt ettikleri sermaye miktarını karşılayabilecek mali güce sahip olması,

- İşin gerektirdiği dürüstlük ve itibara sahip olması,
- Muaccel vergi borcu bulunmaması,
- 7/2/2013 tarihli ve 6415 sayılı Terörizmin Finansmanının Önlenmesi Hakkında Kanunda düzenlenen suçlardan mahkum olmaması gibi şartlardır. (SPK III-48.3. No'lu Tebliğ 2013).

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının faaliyet alanı ise aşağıda sunulduğu gibidir:

- Tebliğ'de belirtilen esaslar çerçevesinde girişim şirketlerine yatırım yapabilirler,
- Girişim şirketlerinin yönetimine katılabilir, bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilirler,
- Portföylerini çeşitlendirmek amacıyla ikinci el piyasalarda işlem gören sermaye piyasası araçlarına ve para piyasası araçlarına yatırım yapabilirler.
- Bir yıldan kısa vadeli olanlar için öz sermayelerinin yarısını, bir yıl ve daha uzun vadeli olanlar için öz sermayelerinin iki katını aşmamak kaydıyla borçlanabilirler.
- Türkiye'de kurulu girişim şirketlerine yatırım yapmak üzere yurtdışında kurulan girişim sermayesi fonlarına yatırım yapabilirler. Ancak bu yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması gerekmektedir.
- Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olabilirler.
- Yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilirler.

Ortaklıklar, girişim sermayesi yatırımları dışında ortaklık portföy değerlerinin % 49'unu aşmamak suretiyle ve portföylerini çeşitlendirmek amacıyla, borsalarda işlem gören ve görmek üzere ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına, borsada ters repo işlemlerine, takasbank para piyasası işlemlerine ve yatırım fonu katılma payları ile TL ve döviz cinsinden vadeli-vadesiz mevduat ve katılma hesabına yatırım yapabilirler. Bu kurumların denetimleri ise ortaklık paylarının halka arz edildiği hesap dönemi itibariyle Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı, sürekli bağımsız denetime uygulamasına tabidir. Bu nedenle ortaklığın finansal tabloları Sermaye Piyasası Kurulu tarafından listeye alınmış bağımsız denetim kuruluşları tarafından 6. ve 12. ay sonları itibariyle denetime tabi tutulur.

3. Araştırmanın Kapsamı ve Yöntemi

Bu çalışma, ilk bölümde Türkiye'de 2008 – 2016 yılları arasında faaliyet gösteren kolektif yatırım kuruluşlarından biri olan Girişim Sermayesi Yatırım ortaklıklarının hukuki yapılarını, faaliyet ve finansal verilerinin yıllar itibariyle göstermiş olduğu eğilimi incelemeyi amaçlamıştır. Çalışmanın ikinci bölümü ise Türkiye'de 2008 – 2016 yılları arasında faaliyet gösteren Girişim Sermayesi Yatırım ortaklıklarının faaliyet ve finansal verilerinin yıllar itibariyle göstermiş olduğu eğilimi incelemeyi amaçlamıştır

Çalışma, tarama tekniği kullanılarak hazırlanmıştır. Çalışma Türk finans piyasalarında faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklık modelinin faaliyet gösterdiği 2008 ile 2016 yılları arasındaki hukuki durumunun gelişimi, finansal verilerine ilişkin bilgilerin ve verilerin derlenmesi ile gerçekleşmiştir. Bu çalışmanın verileri Sermaye piyasası Kurulu'nun faaliyet raporları, yıllık bültenleri, aylık bültenleri, haftalık bültenleri ve SPK'nın Web Sitesinden yararlanılarak elde edilmiştir.

4. Araştırmanın Bulguları ve Değerlendirilmesi

4.1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Sayısı

Grafik 1'de 2008 ile 2016 yılları arasında Türk sermaye piyasalarında Kurul tarafından faaliyet izni verilen Girişim Sermaye-

si Yatırım Ortaklıklarının sayısı yıllar itibariyle ayrıntılı bir şekilde sunulmuştur.

Grafikte görüldüğü üzere 2008 ile 2010 yılları arasında yatay bir eğilim söz konusudur. 2008 ile 2010 yılları arasında Kurul tarafından izin verilen ve faaliyet gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklık Sayısı 2'dir. Ancak bu yatay eğilim 2011 yılında yükselişe başlamıştır, bu yükselişin 2015 ve 2016 yıllarında tepe yaptığı görülmektedir. 2008 yılında 2 kurumla başlayan süreç 2016 yılında 8 kuruma yükselmiştir. Genel olarak 2008 ile 2016 yılları arasındaki eğilime bakıldığında kurul tarafından izin verilen ve piyasada faaliyet gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklık sayısı yıllar itibariyle yükselme eğiliminde olduğu görülmüştür.

Grafik 1. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklık Sayısı (2008 – 2016)



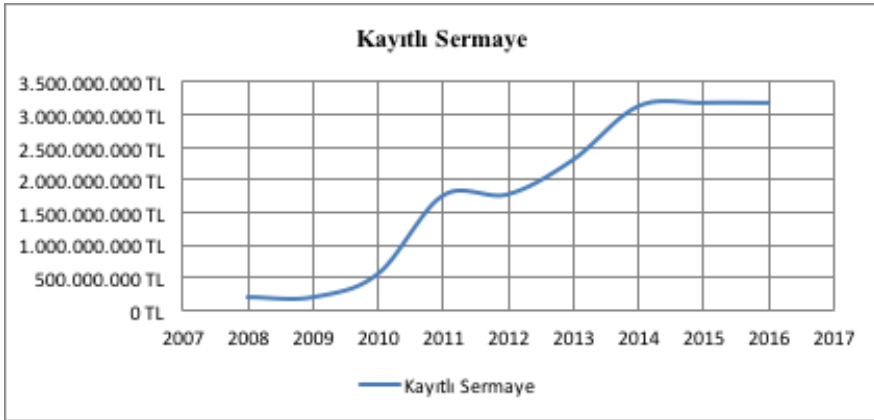
4.2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kayıtlı Sermaye Tutarları

Grafik 2'de 2008 ile 2016 yılları arasında Türk sermaye piyasalarında Kurul tarafından faaliyet izni verilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının toplam kayıtlı sermayeleri tutarları yıllar itibariyle ayrıntılı bir şekilde sunulmuştur.

Grafikte görüldüğü üzere 2008 ile 2009 yılları arasında yatay bir eğilim söz konusudur. Bu yatay eğilim ortaklık sayısı ile bir paralellik içerisindedir. Bu yıllarda ortaklıkların toplam ka-

yıtlı sermayelerinin 202 000 000 TL olduğu görülmüştür. Ancak 2010 yılında bu tutarın artış göstererek 560 000 000 TL olmuştur. Yüzdesel ifadesi ise 2008 yılında başlayan yükseliş trendi 2010 yılına kadar %177,23 olarak görülmektedir. Takip eden yıllarda tekrar yükseliş eğilimine girmiştir. Ortaklıkların piyasada toplam kayıtlı sermaye tutarının en düşük olduğu yıllar 2008 ve 2009 yılları olduğu görülmüştür. 2011 ve 2014 yılları yükselen trendlerin durağanlığa geçiş dönemleri olarak nitelendirilebilir. 2011 yılına kadar ortalama %130 luk artışla devam eden trend 2011 ile 2012 yılları arasında %1,14 lük artış göstermiştir. 2014 e kadar ortalama %30 luk bir artışa göre 2014 ile 2015 yılları arasında %1,62 lik bir artış meydana gelmiş olması yine yükselen trendin durağanlaşan bir hal almasına sebep olmuştur.. Ortaklıkların kayıtlı sermayelerinin en yüksek olduğu yıllar ise 2015 ve 2016 yıllarıdır. Genel olarak 2008 ile 2016 yılları arasında ortalama %1475,62 lik artış meydana gelmiştir. Aşağıdaki grafiğe bakıldığında ise kurul tarafından izin verilen ve piyasada faaliyet gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının kayıtlı sermayelerinde bir yükseliş trendinin olduğu görülmektedir.

Grafik 2. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kayıtlı Sermaye Tutarları (2008 – 2016)

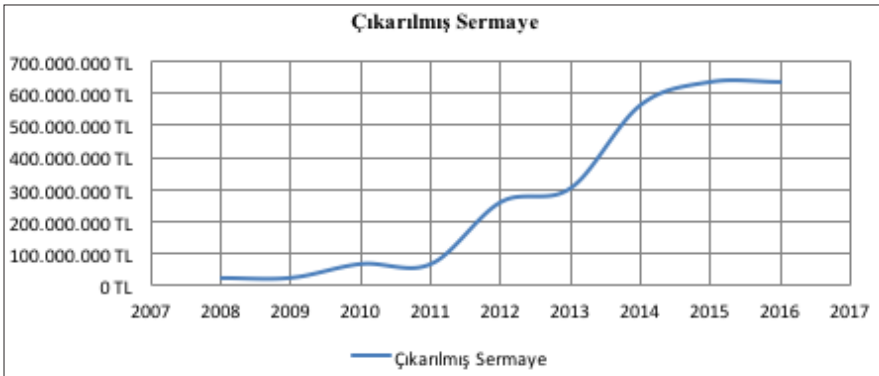


4.3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Çıkarılmış Sermaye Tutarları

Grafik 3'te 2008 ile 2016 yılları arasında Türk sermaye piyasalarında Kurul tarafından faaliyet izni verilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının toplam çıkarılmış sermaye tutarları yıllar itibariyle ayrıntılı bir şekilde sunulmuştur.

Grafikte 3'te görüldüğü üzere 2008 ile 2016 yılları arasında ortaklıkların kayıtlı sermaye tutarlarının sürekli bir yükseliş eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu yükseliş yüzdesele ifade edilmek istenirse %2514 artarak, yükselen trend olduğunu görebiliriz. 2008 yılında 2011 yılına kadar ortalama %181 dolaylarında bir artış olduğu görülmektedir. Bu yükseliş eğilimi ortaklıklarının kayıtlı sermayeleri ile bir paralellik içerisindedir. Çıkarılmış sermayeler kayıtlı sermayelerin durağanlaştığı yıllara nazaran ertesi yıl durağan seyir izlemesi, kayıtlı sermayeli anonim ortaklıkların hisse satışlarını gerçekleştirdiğini göstermektedir. Ancak durağanlığın kalıcı olduğu tek yıl 2014 yılıdır. 2014 yılında ortaklıkların kayıtlı sermayeleri düşme eğilimindeyken çıkarılmış sermayeli kayıtlı sermayenin aksine yükseliş eğilimindedir. 2014 yılına kadar ortalama %80 artış trendinde olan grafik 2015 yılında %12,78 artarak durağan seyir izlemiştir. Genel olarak 2008 ile 2016 yılları arasında kurul tarafından izin verilen ve piyasada faaliyet gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının çıkarılmış sermayeleri yükselme eğilimindedir.

Grafik 3. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Çıkarılmış Sermaye Tutarları (2008 – 2016)



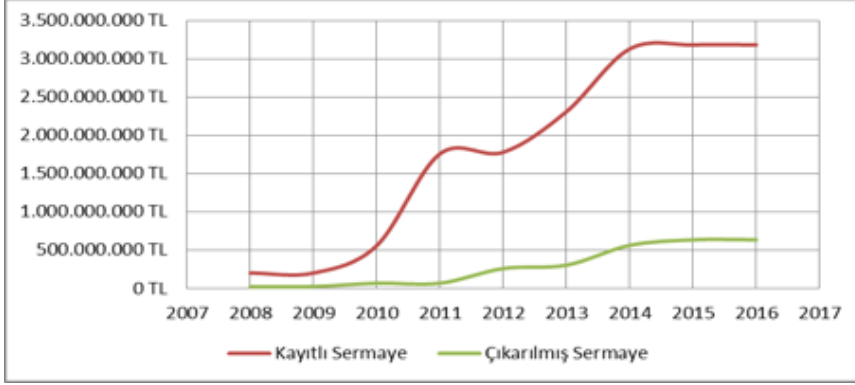
4.4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Kayıtlı ve Çıkarılmış Sermaye Tutarları

Grafik 4'te 2008 ile 2016 yılları arasında Türk sermaye piyasalarında Kurul tarafından faaliyet izni verilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının toplam kayıtlı sermayeleri tutarları ile çıkarılmış sermayelerindeki değişim yıllar itibariyle karşılaştırmalı bir şekilde sunulmuştur. Grafikte görüldüğü üzere 2008 ile 2016 yılları arasında hem girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının kayıtlı sermayesi hem de çıkarılmış sermayeleri yıllar itibariyle birbirine paralel bir şekilde artış eğilimindedir.

Grafik 4'te görüldüğü üzere 2008 yılından 2016 yılına kadar Kayıtlı ve Çıkarılmış sermayelerin düzenli olarak arttığı ve aralarında pozitif ilişki olduğu gözlemlenmektedir. 2008 yılındaki kayıtlı ve çıkarılmış sermaye seviyeleri ile 2016 seviyeleri incelendiğinde pozitif ilişki olduğunu desteklemektedir. Kayıtlı sermayenin 2010 ile 2016 yılları arası değişim oranı ortalama %1475,62 dir. Çıkarılmış sermayenin 2010 ile 2016 yılları arası değişim oranı ise ortalama %2514'tür.

Kayıtlı Sermayenin 2010 dan sonra %214,3 artarak en yüksek sıçramanın olduğu yıl ve Çıkarılmış sermayenin ise 2011 yılından sonra %281,8 ile sıçramanın en yüksek olduğu yıl kabul edilebilir. Kayıtlı ve çıkarılmış sermayelerin artma parametrelerinden biri de yatırım ortaklığı sayısıdır, her geçen yıl eklenen yatırım ortaklığı şirketleri grafiğin pozitif artan eğilimli olduğunu ispatlamaktadır. 2015 ve 2016 yıllarında yatırım ortaklığı şirketlerinin sayısı toplam kayıtlı sermaye ve toplam çıkarılmış sermaye gibi değişkenlere göz atıldığında nicel artış görülmemesi hatta aynı kalması grafiğin durağan devam etmesini sağlamıştır.

Grafik 4. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Karşılaştırmalı Kayıtlı Sermaye ve Çıkarılmış Sermaye Tutarları (2008 – 2016)



4.5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımları

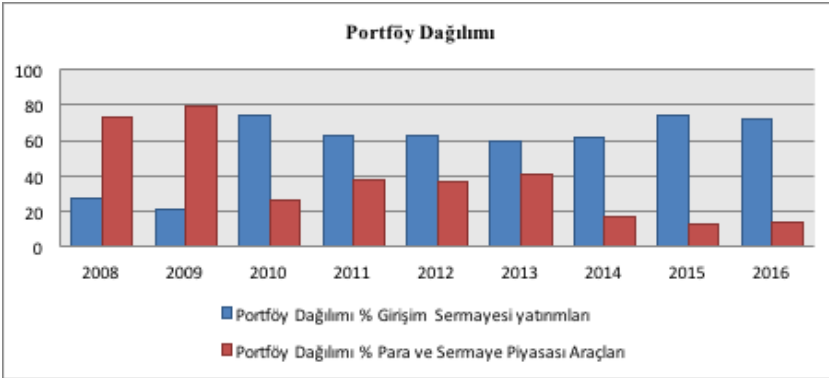
Grafik 1’de 2008 ile 2016 yılları arasında Türk sermaye piyasalarında Kurul tarafından faaliyet izni verilen Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının sayısı yıllar itibariyle ayrıntılı bir şekilde sunulmuştur.

Grafik 5’te görüldüğü üzere girişim sermayesi yatırım ortaklıkları topladıkları fonları iki alanda değerlendirmektedir. Bu alanlardan birincisi girişim sermayesi yatırımlarıdır. Diğeri ise para ve sermaye piyasası araçlarıdır. Girişim sermaye yatırım ortaklıkları, topladıkları fonların büyük bir kısmını kuruluş amaçlarında belirtilen yani girişim sermayesi yatırımlarında değerlendirmektedir. Bu çerçevede 2008 ile 2009 yılları arasındaki portföy dağılımına bakıldığında %26,95 ve %21,02 ile girişim sermayesi yatırımlarından oluşmaktadır. 2009 yılını takip eden yıllarda ise bunların portföylerindeki girişim sermayesi yatırımlarının ağırlığı yıllar itibariyle artış eğilim göstermektedir. Son iki yıla gelindiğinde bu ağırlık 2015 yılında %74,23 2016 yılında ise %72,43 olmuştur. Bu eğilime bakıldığında amaçlarına uygun bir faaliyet yürüttüklerini söylemek mümkündür. Bu kurumların yatırım yaptığı bir diğeri alan ise yukarıda değinildiği üzere para ve sermaye piyasası araçlarıdır. Portföylerinin dağılımına bakıldığında para

ve sermaye piyasası araçlarının ağırlığının en yüksek olduğu yıllar 2008 ile 2009 yıllarıdır. 2008 ile 2009 yıllarını takip eden 4 yılda bu oranlar düşmüştür ancak bu eğilim yine yükselme trendindedir. 2003 yılından sonra ise para ve sermaye piyasası araçlarının portföydeki ağırlığı düşme eğilimine girmiştir. 2014, 2015 ve 2016 yılları para ve sermaye piyasası araçlarının portföydeki ağırlığının en düşük olduğu yıllardır bu yıllarda yukarıda değinildiği üzere portföydeki girişim sermayesi yatırımlarının ağırlığı artış eğilimine girmiştir.

Grafik 5'teki önemli noktalardan biride girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının portföy dağılımına bakıldığında portföyün girişim sermayesi yatırımlarına yapılan yatırımın en düşük olduğu yıl %21,02 ile 2009 yılı en yüksek olduğu yıl ise %74,23 ile 2015 yılıdır. Para ve sermaye piyasası araçlarına yapılan yatırımlar incelendiğinde ise en düşük olduğu yıl %12,93 ile 2015 yılı en yüksek olduğu yıl ise %78,98 ile 2009 yılıdır.

Grafik 5. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Portföy Dağılımı (2008 – 2016)

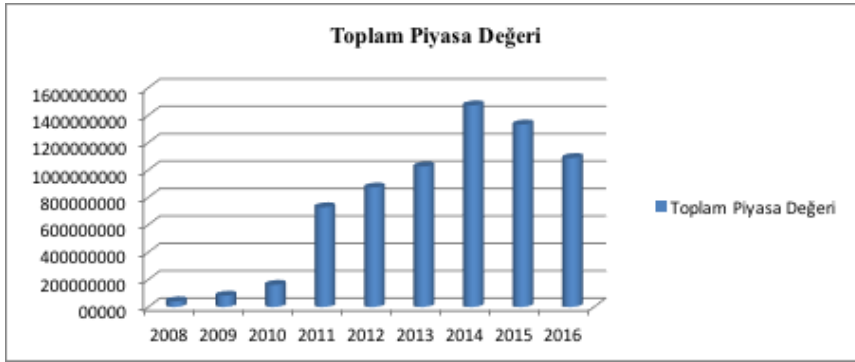


4.6. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Toplam Piyasa Değerleri

Toplam piyasa değeri grafiğine bakıldığında 2008 – 2009 yılları arasında %82,6 lık artış 2009 – 2010 yılları arasında %96,5'lik artış, 2010–2011 yılları arasında ise %352'lik bir

artışla 9 yıllık süreç içerisinde en fazla artış meydana gelmiştir. 2014 yılında toplam piyasa değeri 1.471 milyar TL civarlarında seyrederek grafiğin tavan noktasını belirlemiştir. Kayıtlı sermaye ve çıkarılmış sermaye grafikleri ile beraber incelendiğinde artış dönemlerinin paralel olduğu gözlemlenebilmektedir. Fakat 2014 yılından sonra çıkarılmış sermaye ve kayıtlı sermaye grafiklerinde durağan eğilim izlenirken toplam piyasa değerinde %26 azalan eğilimli süreç olduğu izlenmektedir. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının piyasa değerinin tavan yaptığı yıl 2014 yılı piyasa değerinin en düşük olduğu yıl ise bunların kurtuluş yılı olan 2008 yılıdır.

Grafik 6. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Portföy Toplam Piyasa Değeri (2008 – 2016)



5. Sonuç

Türkiye’de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin ilk hukuki düzenleme yukarıda değinildiği üzere 24.04.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanunla değişik 28.07.1981 tarih ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile mevzuatımıza girmiştir². Daha sonra SPK tarafından hazırlanan 06.07.1993 tarih 21629 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri: VIII No:21 sayılı Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. Bu tebliği 06.11.1998 tarih ve 32515 sayılı Seri: VI 15 nolu tebliğ dü-

² file:///C:/Users/turgay.munyas/Downloads/2013_5_girisim_sermaye-si_163840462013_%20(2).pdf(Çevrimiçi,01/06/2017)

zenlemesi izlemiştir. Bu ikincil düzenleme de yerini 20.03.2003 tarih ve 25054 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan Seri: VI No:15 sayılı tebliğe bırakmıştır. Türkiye’de Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına ilişkin yapılan son hukuki düzenleme ise 09.10.2013 tarih 28790 sayılı III-48.3 nolu Girişim Sermayesi yatırım Ortaklıklarına ilişkin Esaslar Tebliği ile düzenlenmiştir. son yapılan yasal düzenlemede Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kuruldukları için sermaye piyasası kanununda düzenlenmemiş tüm hususlarda 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu’nun anonim şirketlere ilişkin düzenlemelerine uymakla yükümlüdürler.

Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının 2008 – 2016 yılları arasında faaliyet ve finansal verileri 5 farklı kategoride analize tabi tutuldu. Yapılan analiz sonucu Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklık Sayısı 2008 yılında 2 iken 2016 yılında 8 kuruma yükselmiştir. Genel olarak 2008 ile 2016 yılları arasındaki eğilime bakıldığında kurul tarafından izin verilen ve piyasada faaliyet gösteren Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklık sayısı yıllar itibariyle yükselme eğiliminde olduğu görülmüştür. Bu ortaklıkların sahip oldukları kayıtlı sermaye ve çıkarılmış sermaye açısından bakıldığında ise yine piyasada faaliyet gösteren ortaklık sayılarında olduğu gibi 2008 ile 2016 yılları arasındaki kayıtlı ve çıkarılmış sermayelerinin yukarı yönlü bir artış eğilimi görülmüştür.

Girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının portföy dağılımı analiz edildiğinde ise portföylerindeki para ve sermaye piyasası araçlarının ağırlığı azalış yönünde bir eğilim görülmüştür. Bu ortaklıklarının portföylerindeki girişim sermayesi yatırımlarının ağırlığı yıllar itibariyle artış eğilimindedir. Bu artış Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının amaçlarına uygun faaliyet gösterdiklerini desteklemektedir. Son olarak Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının toplam piyasa değerleri analize tabi tutulmuştur. Yapılan analiz sonucu ortaklıkların toplam piyasa değerleri de piyasada faaliyet gösteren sermaye piyasası kurumları ile doğru orantılı olarak artış eğilimindedir. 2008 ile 2014 yılları arasında toplam piyasa değerleri artış eğilimindedir. Bu artış 2014 yılından itibaren durmuş ve piyasa değerleri son iki yıldır düşme eğilimindedir.

KAYNAKLAR

- Akyol, E., M., 2013. Girişim Sermayesi Fonu, Vergi Dünyası, Sayı:382. S.17-20.
- Cabur, Ö., 2015. Vergi Hukuku Açısından Girişim Sermayesi Fonu, Bursa Bilanço, Ağustos 2015. [http://www.vmhk.org.tr/vergi-hukuku-acisindan-girisim-sermayesi-fonu/Çevrimiçi\(01/06/2017\)](http://www.vmhk.org.tr/vergi-hukuku-acisindan-girisim-sermayesi-fonu/Çevrimiçi(01/06/2017))
- Çolak, A., 2015. Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı ve Rüzgar enerji sektöründeki Uygulaması – Türkiye’den Örnek Bir Çalışma, T.C. Ankara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara, s.42
- Çelikkaya, A., 2007. AB’ye Uyum Sürecinde Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına Sağlanan Vergisel Avantajların Değerlendirilmesi, Sosyal Bilimler Dergisi, 2007/1, s.241-259.
- Elmas, B., & Yılmaz, H., 2016. Firmaların Finansman Sorununa Alternatif Olarak Girişim Sermayesi Finansman Modelinin Kullanımı: İstanbul İlinde Bir Araştırma, Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, Cilt: 30, Sayı: 4, s.811-830.
- Kantar, E., 2008. KOBİ’ler ve Girişimciler için Alternatif Sermaye ve Fon Kaynakları: Girişim Sermayesi ve Melek Yatırımcı (Deri Sektöründe Bir Uygulama, T.C. Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, s. 4.
- Necmettin, A., C., 2012. Girişim Sermayesi ve KOBİ’lerde Uygulanabilirliği, T.C. Sakarya Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, s.51.
- Uygurtürk, H., & Soylu, N., 2016. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarının Likidite ve Karlılık Performanslarının Copras Yöntemi ile Analizi, Hitit Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Yıl:9, Sayı:2.
- Yüce, M., 2013. Vergi Mevzuatı Açısından Girişim Sermayesi Fonu, Bursa Bilanço, sayı:144.
- 09/10/2013 tarih ve 28790 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanmıştır.
- <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=71&fn=71.pdf>(Çevrimiçi,01/06/2017)
- <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=71&fn=71.pdf>(Çevrimiçi, 01/06/2017)