

THE ADVENTURE OF “PRIVATE EQUITY” IN TURKEY- AN OPPORTUNITY SEARCH FOR A MODEL*

Yazar: Assoc. Prof. Dr. / Doç. Dr. Hakan Kildokum¹

Abstract

Although the terminological consensus has been recently reached on the concept, “Private Equity” as a financing method designed in Turkish Capital Markets Board Regulations under the name “Venture Capital” in 1993 which has roots to the 1980s. However, the years 2000 had to be waited to observe the practices of this method far later than the legal arrangements. The development of private equity sector in United States and later in Europe started in the late 1960s and the early 1970s. Despite Turkey, lacked sustainable practices of private equity mainly due to economic instability and high cost of capital, the situation has changed during the last decade in paralell to globalisation. In this time however, we come across regulatory efforts that aim to respond to the needs of the private equity sector. On the other hand, an institutionalization process led by non-governmental organizations and supported by public authorities has been observed based on the generally accepted view that, "private equity" plays a role in the technological and innovational improvement of the small and medium sized enterprises. In the light of the above, in this study, the development of private equity in Turkey was revisited and the rapid development in the recent years was focused. Then, taking into account the practices in private equity sector and existing regulations, the opportunities for a model which will involve the local capital and local share holder is discussed.

Key Words: Private equity investment trust, private equity, venture capital, investment company with variable capital, fund of funds.

“GİRİŞİM SERMAYESİ” NİN TÜRKİYE SERÜVENİ-BİR MODELE YÖNELİK FIRSAT ARAYIŞI

Özet

“Girişim sermayesi” oldukça yeni olan bir kavram olarak ülkemiz sermaye piyasası düzenlemelerine “risk sermayesi” adıyla 1993 yılında giren, gerçekte ise ilk çalışmaları 1980’li yıllara kadar dayanan bir finansman yöntemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bununla birlikte söz konusu yöntemin ekonomik yaşamda boy göstermesi için yasal düzenlemelerden çok daha sonrasının 2000’li yılların beklenmesi gerekmiştir. Sektörün ortaya çıkışı ve gelişiminin Amerika Birleşik Devletleri’nde ve sonrasında Avrupa’da 1960’lı yılların sonu ve 1970’lere kadar uzanıyor olmasına karşın Türkiye’de bu alanda süreklilik gösterebilen faaliyetlerin görülmesindeki eksikliğin nedenleri arasında; ülke ekonomisindeki istikrarsızlık, yüksek sermaye maliyeti, gibi nedenler sayılabilecekken, süreci hızlandıran faktörler arasında da, globalleşmeye paralel olumlu gelişmeler gösterilebilir. Ancak bu kez karşımıza çıkan durum sektörün gelişimine ayak uydurmayı ve gereksinimlere cevap vermeyi hedefleyen düzenleme çabalarıdır. Diğer taraftan, “girişim sermayesinin” KOBİ’lerin teknoloji ve inovasyon yönüyle gelişiminde rol oynadığı genel kabulünden hareketle desteklenmesi için çeşitli sivil toplum kuruluşlarının başını çektiği ve kamunun da ilgi gösterdiği kurumsallaşma çalışmaları gözlenmektedir. Yukarıdaki saptamaların ışığında; bu çalışmada öncelikle “girişim sermayesi”nin Türkiye’deki gelişimi hatırlanarak, son yıllarda gözlenen hızlı gelişimin fotoğrafının çekilmesi hedeflenmiştir. Sonrasında ise girişim sermayesi sektöründeki uygulamalardan ve mevcut düzenlemelerden hareketle yerel sermayenin ve sermayedarın da içinde yer alabileceği bir modele ilişkin fırsatlar tartışılmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Girişim sermayesi yatırım ortaklığı, özel sermaye, risk sermayesi, değişken sermayeli yatırım ortaklığı, fonların fonu

1. Giriş

Dünyada “özel sermaye-private equity”, ülkemizde genel kabul gören nitelemesiyle “girişim sermayesi” son yıllarda, uzun vadeli bir yatırım ve finansman yöntemi olarak Türkiye’ye giriş yapmıştır. Özelleştirme uygulamalarının oluşturduğu uygun yatırım ortamının da etkisiyle özellikle 2006-2008 yılları özel sermaye yatırımcılarının ilgisinin arttığı bir dönem olmuş, toplam yatırım tutarı ise bir danışmanlık şirketi olan Santa Consultants raporuna göre (2010), Mey-İçki, Digitürk, UN RoRo, Migros satın almaları gibi çok büyük işlemler dahil edildiğinde 6 milyar USD tutarına ulaşmıştır. Çok büyük çaplı satın almalar hariç tutulduğunda ise orta büyüklükteki işlemlerin tutarının ise yaklaşık 2,4 milyar USD olduğu belirtilmektedir.

Dünyadaki ekonomik kriz nedeniyle 2009-2010 yıllarında sektör ve oyuncular gerek fon yaratma gerekse yatırım açısından bekleme dönemine girmişlerse de, hızlı toparlanan ekonomisine paralel olarak Türkiye’de 2011 yılından itibaren yeniden faaliyetlerin hızlandığı bir süreç başlamış olup halen 25 civarındaki özel sermaye şirketinin Türkiye’de faaliyet gösterdiği tahmin edilmektedir.

Diğer taraftan yukarıda sunulan veriler sektörde faaliyet gösteren çeşitli danışmanlık firmalarının belirli dönemlere ilişkin değerlendirme raporlarından edinilebilmektedir. Sadece bu durum dahi ülke ekonomisinde giderek önemli bir yer tutan ve uzun vadeli doğrudan yabancı yatırımların bir parçasını oluşturan girişim

* Bu çalışma, 3. Trakya Bölgesi Kalkınma ve Girişimcilik Sempozyumunda bildiri olarak sunulmuştur.

¹ Kalkınma Bankası.

sermayesi yatırımlarına ilişkin belirli bir düzenleme ve örgütlenme gereksiniminin bulunduğu bir göstergesidir.

Sektörün diğer bir belirleyici özelliği de faaliyet gösteren şirketlerin hemen tamamının başta vergi avantajları olmak üzere çeşitli nedenlerle yurt dışında kurulu olmalarıdır. Bu şirketler aralarında; Lüksemburg, Hollanda, İngiltere gibi ülkelerin bulunduğu merkezlerde ya da off-shore merkezlerinde yer alabilmektedirler. Bu merkezlerin bir kısmı ile Türkiye arasında karşılıklı vergi anlaşmaları bulunsa da bu şirketlerin elde ettikleri kazançlar Türkiye’de vergilendirilmemektedir. Ayrıca, bu oluşumlara yerel sermayenin katılımı da gözlenmemektedir.

Bu gelişmeler paralelinde sermaye piyasası mevzuatında, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin Sermaye Piyasası Kurulu Tebliğinde bazı düzenlemeler yapılarak mevcut modelin benimsenmesi için uluslararası genel kabul gören uygulamalara kapı aralanmaya çalışılmıştır. Bu amaçla payları sadece nitelikli yatırımcılara arz edilecek olan “girişim sermayesi yatırım ortaklıkları”na Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri kapsamında bazı esneklikler tanınmıştır. Ayrıca söz konusu yapılmaya bazı vergi avantajları getirilmiştir.

Ancak Sermaye Piyasası Kurulu’nun bu düzenlemeleri de “girişim sermayesi yatırım ortaklıkları”na beklenen ilgiyi sağlayamamış ve bu formda faaliyet gösteren şirket sayısı en son üç yeni katılımı altı adede çıkabilmiştir. Bu durum karşısında Sermaye Piyasası Kurulu’nun daha kapsayıcı düzenlemeler için çalışmalarına devam ettiği ve beklentilerin kanun değişikliği ile karşılanmasının amaçlandığı, kamuoyuna yapılan açıklamalardan anlaşılmaktadır.

Bununla birlikte, sözü edilen düzenlemelerin hayata geçirilmesinin beklentileri ne ölçüde karşılayacağı ve uluslararası “özel sermaye” yatırımcıları tarafından benimsenip benimsenmeyeceğinin anlaşılmasının zaman alacağı öngörülebilir. Diğer taraftan sektörde faaliyet gösteren çeşitli kurum ve kuruluşlardan temsilcilerin yer aldığı kurumsallaşma çabaları da kendisini göstermiştir. Bunun somut sonucu olarak da Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği (TOBB) öncülüğünde Türkiye Girişim Sermayesi Meclisi oluşturulmuştur.

Yukarıdaki saptamaların ışığında; bu çalışmada öncelikle “girişim sermayesi”nin Türkiye’deki gelişimi hatırlanarak, son yıllarda gözlenen hızlı gelişmenin fotoğrafının çekilmesi hedeflenmiştir. Sonrasında ise girişim sermayesi sektöründeki uygulamalardan ve mevcut düzenlemelerden hareketle yerel sermayenin ve sermayedarın da içinde yer alabileceği bir modele ilişkin fırsatların tartışılması amaçlanmıştır. Ancak daha önce; girişim sermayesi, özel sermaye ve risk sermayesi kavramlarına açıklık getirebilmek açısından terminolojik bir yol açma girişiminde bulunmak yararlı olacaktır.

2. Terminoloji

Türkiye’de girişim sermayesi sektörü olarak nitelenen faaliyetler bütününe temelini oluşturan, yurt dışında off-shore ya da on-shore bir mevzuata göre kurulmuş olan şirket ya da fonlar için geçerli olan terim “private equity-özel sermaye” olarak karşımıza çıkmaktadır. Private equity-(PE) özel sermaye ise genel anlamda; şirketlerin teşkilatlanmış bir piyasada alım satıma konu olmayan hisse senetleri olarak tanımlanmaktadır. Bu durumda herhangi bir şirketin hisse senedine sahip olan bir yatırımcının bunu satmak istemesi halinde teşkilatlanmış bir piyasanın olmadığı bir durumda alıcı bulması gerekecektir. Bu da ancak doğrudan satış, birleşme, ilk halka arz ya da rekapitalizasyon yoluyla olmaktadır. Dar anlamda ise “özel sermaye”, şirketlerin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıları ya da bu amaçla kurulmuş olan şirket ya da fonları ifade etmektedir. Buna ilaveten yukarıdaki tanımdan hareketle halka açık şirketlerin satın alınarak halka kapalı hale getirilmesi de bu kapsamda değerlendirilebilir. Özel sermayenin finansmanı ise bireysel ya da kurumsal yatırımcılardan sağlanmakta ve bu yönetime; yeni teknolojilere yatırım, işletme sermayesi gereksinimlerini karşılama, şirket satın alma ya da şirket bilançosunun güçlendirilmesi amacıyla başvurulabilmektedir. Bununla birlikte özel sermayenin yatırımcıları, çoğunlukla büyük ölçekli fonları uzun vadeli yatırıma yönlendirebilen kurumsal oyunculardan oluşmaktadır.

Bu durumda özel sermaye yatırımının bir tarafında; kendi kaynaklarından fon sağlamak için büyük, bankacılık sektörü açısından ise riskli olan bir yatırım için finansman gereksinimi olan bir şirket, diğer tarafta ise diğer varlıklarının yanı sıra büyük fonlara sahip ve daha yüksek “riske ayarlı getiri” beklentisi olan kurumsal yatırımcı bulunmaktadır.

Riske göre getiri oranı yönüyle değerlendirildiğinde özel sermaye piyasası skalasının, bu oranın yüksek olduğu bir ucunda, henüz başlangıç aşamasında bulunan girişim şirketlerini portföyünde bulunduran risk sermayesi-venture capital yatırımları yer alırken, diğer ucunda ise piyasanın büyük hacimli işlemleri ve genellikle LBO (leveraged buy-out) ya da MBO (management buy-out) olarak nitelenen ve büyük ölçüde borçla finanse edilen satın alma destek yatırımları bulunmaktadır. Bu yatırımdan beklenen, özel sermaye

yatırımcılarının, satın alınan şirketin bilançosuna yön vererek büyümesini organize etmeleri ve daha sonra paylarını kârlı olarak doğrudan satarak ya da ilk halka arz yoluyla yatırımdan çıkmalarıdır.

Buna karşılık özel sermaye teriminin dar anlama indirildiği durumda, yatırım yapılacak portföy şirketlerinin, skalanın genişleme / büyüme evresinde bulunduğu, geniş bir orta dilimde, risk sermayesi şirketleri ile özel sermaye şirketlerinin alanları kesişebilmektedir. Zira gelişme ve büyüme gereksinimi olan bir portföy şirketinin finansman gereksiniminin karşılanması, riske göre getiri oranına ve yatırımın büyüklüğüne bağlı olarak hem risk sermayedarının, hem de karakteristik olarak nispeten daha az riskli yatırım arayışında olsa da özel sermaye yatırımcısının ilgisini çekebilir. Şekil 1'deki skalada şemsiye bir terim olarak özel sermaye yatırımlarının içerisinde, daha dar anlamda yer alan risk sermayesi ve özel sermaye şirketlerinin ilgi alanları görülmektedir.

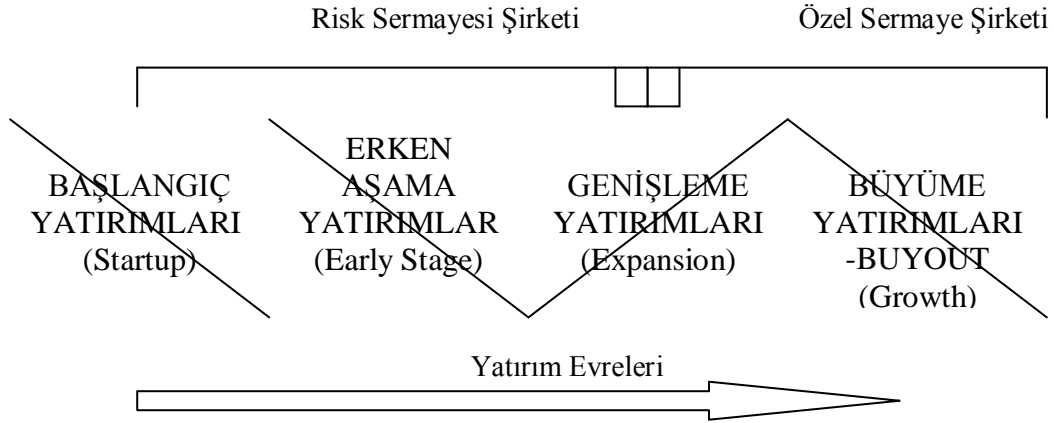


Figure 1 / Şekil 1 Özel Sermaye Yatırım Skalası

Diğer taraftan ülkemizde “girişim sermayesi” teriminin, Sermaye Piyasası Kurulu’nun, 2004 yılında yayımladığı tebliğ ile önceki adı “risk sermayesi yatırım ortaklığı” olan oluşumu revize ederek, “girişim sermayesi yatırım ortaklığı”na dönüştürmesiyle gündeme geldiği söylenebilir. Sermaye Piyasası Kurulu Eski Başkanı Doç. Dr. Turan Erol’un açıklamalarına göre (2008) bu değişiklikle amaçlanan “özel sermaye şirketlerinin ülkemizde kurulmasını teşvik etmek...” tir. Böylece girişim sermayesi terimi, “private equity-özel sermaye” nin karşılığı olarak kullanılmaya başlamıştır. Bu çalışmada da, özel sermaye şirketleri ve risk sermayesi şirketlerinin faaliyetlerini ve diğer ileri aşama yatırımları kapsayacak genel bir terim olarak “girişim sermayesi” nin kullanılması benimsenmiştir. Bununla birlikte sektörde, yurt dışında kurularak faaliyet gösteren oluşumlar için “özel sermaye şirketleri” ve “özel sermaye fonları” terimleri kullanılacaktır.

3. Sektörel Gelişimin Aşamaları ve Bir Değerlendirme

Girişim sermayesinin Türkiye’deki gelişim evreleri incelenmek istendiğinde, süreci ayırıştıran başlıca dört dönemden bahsedilebilir. Bu dönemler sırasıyla;

- a) Risk sermayesi bilincinin oluşması ve bu amaçla öncü uygulamaların görüldüğü 1993 yılı öncesi.
- b) Sermaye Piyasası Mevzuatına dayalı bir modelin düzenlendiği 1993-2000 yılları arası.
- c) Türkiye’ye yönelik faaliyet gösteren ilk yurtdışı merkezli özel sermaye şirketinin kurulduğu ve sektöre genel olarak ilginin geliştiği 2000-2005 yılları arası.
- d) Girişim sermayesinin bir sektör olarak Türkiye’de kendisini kabul ettirdiği 2005 yılı sonrası.

3.1. Risk Sermayesi Bilincinin Oluşması-1993 Yılı Öncesi

Girişim sermayesi sektörünün Türkiye’de gelişimi ele alınırken başlangıç olarak risk sermayesine yönelik uygulamalar dikkat çekmektedir. Bunlardan bilinen ilki Teşebbüs Destekleme Ajansı’dır. Ajans, dönemin hükümetinin inisiyatifinde, girişimcileri bilgilendirmek ve desteklemek amacıyla çeşitli vakıf, dernek ve Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.’nin de %20 oranında ortaklığı ile 1988 yılında kurulmuştur. Anonim şirket statüsünde ve hiçbir ortağın çoğunluk payına sahip olmadığı şirketin akıbeti çeşitli idari sorunlar nedeniyle belirsiz bir hal almıştır. Şirketin medyaya yansıyan en popüler girişimi, Yeni Aktüel Dergisi’nin haberine göre (2009), kamuoyunda “zakkum ilacı” olarak tanınan ve halen geçerliliğini koruyan Op. Dr. Ziya Özel’in zakkum bitkisi ekstreğine dayalı kanser ilacının araştırmasının desteklenmesi olmuştur.

Bu dönemin diğer önemli ve başarılı olan devlet öncülüğündeki girişimi ise 1991 yılında, Türkiye Cumhuriyeti ile Dünya Bankası arasında imzalanmış olan bir uluslararası borç anlaşması gereğince kurulan Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) olmuştur. TTGV'nin kurucuları; kamu kurumları, özel kuruluşlar, şemsiye örgütler ve şahıslardan oluşmaktadır. Kurumun misyonu “Ülkemizdeki teknolojik inovasyon faaliyetlerini destekleyerek, üreticilerin uluslararası rekabet güçlerini artırmak..”, vizyonu ise “Ulusal inovasyon sisteminin oluşturulması, geliştirilmesi ve ekolojik sistemin korunmasına yönelik etkin rolünü sürdürmek; kendi alanında uluslararası platformda örnek alınan ana oyuncu olmak" tır. Kuruluşundan itibaren uygulanmakta olan teknoloji geliştirme projeleri desteği ile TTGV, günümüze kadar desteklediği 480 in üzerinde proje ve sağladığı 170 Milyon ABD Dolarının üzerinde fon ile 340 Milyon ABD Dolarının üzerinde bir Ar-Ge hacminin oluşumunu sağladığı ifade edilmiştir.

TTGV'nin, doğrudan kurucusu ve ana sermayedarı olduğu bir tür risk sermayesi şirketi olan Teknoloji Yatırım A.Ş.'nin dışında bir diğer önemli girişimi de her biri farklı iki girişim sermayesi modelinin ilk başarılı örneklerini oluşturan, İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. ve TURKVEN'in kurucuları arasında yer alması olmuştur.

3.2. Sermaye Piyasası Mevzuatına Dayalı Modelin Ortaya Çıkışı – 1993-2000 Yılları Arası

Devletin girişim sermayesini destekleme faaliyeti 1981 yılında kurulmuş olan Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Seri:VIII, No:21, Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliğinin yayınlanmasıyla yeni bir sürece girmiştir. Vergi istisnaları ile de desteklenen bu yapı, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde ve zorunlu olarak anonim şirket türünde tanımlanmasının getirdiği sınırlamalar başta olmak üzere, dönemin yüksek enflasyon ve faiz içeren dalgalı ekonomik yapısının neden olduğu caydırıcılığın da etkisiyle uzun süre ilgi çekememiştir.

Bu koşullara rağmen, Sermaye Piyasası Kurulu modeline dayalı ilk uygulama 1996 yılında gerçekleşmiş ve T. Vakıflar Bankası T.A.O. öncülüğünde Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. kurulmuştur. Şirketin hisse senetlerinin ilk halka arzı ise 2000 yılının Mayıs ayında gerçekleşebilmiştir. 2009 yılında Rhea Grubu'na devredilene kadar üç adet portföy yatırımı gerçekleştiren ve bunlardan ancak tasfiye yoluyla çıkış yapabildiği anlaşılan şirket, halen yeni ortaklarıyla faaliyetini etkin olarak sürdürmektedir. Şirketin 6 adet aktif yatırımı bulunmaktadır.

Modelin ikinci uygulaması, 2000 yılında İş Bankası Grubu ve Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV)'nin ortaklığında kurulan İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş. olmuştur. Şirket ilk yatırımlarını bilişim sektörüne 2002 yılında gerçekleştirmiştir. Türünün ilk başarılı örneği olarak faaliyetlerini sürdüren şirket, bugüne kadar gerçekleştirdiği 12 yatırımın 6 sıندان başarılı olarak çıkış sağlamıştır.

Dönemin bir diğer uygulaması ise 1999 yılında Sermaye Piyasası Mevzuatı dışında bir anonim şirket olarak TOBB, Halk Bankası, KOSGEB, TESK ve 16 Sanayi ve Ticaret Odası'nın ortaklığında kurulan KOBİ Yatırımlarına Ortaklık A.Ş.'dir. Ancak şirket bu yapıyla başarılı olamamış ve 2004 yılında Sermaye Piyasası Mevzuatına tabi olarak KOBİ Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı adıyla yeniden faaliyete geçmiştir. Merkezi Ankara'da bulunan şirketin 8 adet portföy yatırımı bulunmaktadır.

Deloitte'a göre (2007) bu dönem daha çok konar göçer olarak nitelenen uluslararası kuruluşlar ve fonların özellikle azınlık paylarına yaptığı yatırımlarla kendisini göstermektedir. Toplam yatırım tutarı ise, yaklaşık 150,0 milyon ABD Doları olarak tahmin edilmektedir.

3.3. Yurt Dışı Mevzuata Dayalı Oluşumların Türkiye'ye İlgisinin Başlayıp Gelişmesi – 2000-2005 Yılları Arası

Bu dönemin belirleyici özelliği ilk kez yurt dışı mevzuata dayalı olarak Türkiye'de faaliyet göstermek üzere kurulan özel sermaye fonu TURKVEN' in sektöre giriş yapmasıdır. Fon uluslararası alanda kabul gören kuruluş modeline göre bağımsız Türk yönetici ortaklar tarafından yönetilmektedir. Girişime finansman sağlayan yatırımcı ortaklar ise, Uluslararası Finans Kurumu-International Finance Corporation (IFC), Avrupa Yatırım Bankası-European Investment Bank (EIB), Hollanda Kalkınma Bankası-Dutch Development Bank (FMO) ve Alman Kalkınma Bankası-German Development Bank (DEG)'den oluşmaktadır.

Oluşumda yerli yatırımcı ortak bulunmamaktadır. Fon, ilk girişimini 2003 yılında satın alma destek yatırımı (buy-out) yöntemiyle UNO ekmek markasını geliştiren UNMAŞ A.Ş.'ne yapmıştır. Halen aralarında Migros, Tekin Acar, Mavi, Digitürk gibi tanınmış markaların da bulunduğu toplam 16 yatırım gerçekleştirilmiş, bunların 5'inden çıkış sağlanmıştır.

Bu dönem birkaç uluslararası fonun ilgisiyle beraber İş Girişim Sermayesi A.Ş. ve TURKVEN'in yatırımlarının belirleyici olduğu bir süreç olmuş, toplam yatırım tutarının ise 170,0 milyon ABD Doları civarında olduğu tahmin edilmiştir(Deloitte, 2007).

3.4. Girişim Sermayesinin Bir Sektör Olarak Türkiye’de Kendisini Kabul Ettirmesi - 2005 Yılı Sonrası.

Girişim sermayesi sektörünün Türkiye’de varlığının kabul gördüğü ve uluslararası fonların giderek kalıcı yatırımlar için ülkeye giriş yaptığı bir dönem olarak kabul edilen 2005 yılı sonrasında, yatırım tutarları önemli rakamlara ulaşmış, yatırımlar da çoğunluk paylarına yönelmeye başlamıştır. Global finans krizinin etkisinin görüldüğü 2009 ve 2010 yıllarına gelene kadar sektörde toplam yatırım tutarının 6,0 milyar ABD Doları civarında gerçekleştiği tahmin edilmektedir (Santa Consultants,2010).

Gelişmekte olan bir ülke olarak Türkiye’nin yatırım fırsatları açısından yıldızının parladığı bu dönemde Mey İçki, Migros, UN RoRo, Digiturk gibi büyük yatırımların gerçekleşmiştir. Ayrıca bu süreçte, yerel yatırım odaklı ancak uluslararası mevzuata dayalı bağımsız yerli yönetici ortaklar tarafından yönetilen diğer bir yatırım fonu olan ACTERA’nın da sahne aldığı görülmektedir. Fonun halen Mey İçki yatırımı da dahil olmak üzere toplam 5 girişimi bulunmaktadır.

Bu dönemde gerçekleşen önemli bir girişim de, Avrupa Yatırım Fonu öncülüğünde ve yerel kamu kurumlarının önemli ölçüde katılım desteği sağladığı uluslararası mevzuata dayalı bir özel sermaye ve risk sermayesi “üst fon”u (fund of funds-FoF) olan İstanbul Venture Capital Initiative (iVCI) nin 160 milyon Euro sermaye ile sektöre girişidir. 2007 yılında oluşturulan girişimin kurucu ortakları, Avrupa Yatırım Fonu (EIF), Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeleri Geliştirme ve Destekleme İdaresi Başkanlığı (KOSGEB), Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı (TTGV) ve Türkiye Kalkınma Bankası A.Ş.(Kalkınma)’den oluşmuş, daha sonra T. Garanti Bankası (Garanti) ve National Bank of Greece (NBG) katılım sağlamıştır. iVCI bugüne kadar 6 adet fona toplam 95 milyon Euro yatırım taahhüdünde bulunmuştur.

Konuya ilişkin Ernst & Young raporundaki (2011) saptamadan da anlaşıldığı üzere sektörde global krizin etkilerinin görüldüğü 2009-2010 yılları boyunca, özel sermaye şirketleri ve fonları ile birlikte, yerel mevzuata dayalı faaliyet gösteren girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının ilgisi ve krizin uygun yatırım için fırsata dönüştürülmesi arayışları devam etmiştir. Bu dönemde de toplam yatırım tutarının 1,0 milyar ABD Doları civarında gerçekleştiği tahmin edilmiştir (Santa Consultants, 2010).

Türkiye’de krizin etkilerinin dağıldığı 2011 yılı boyunca, yatırımlar devam ederken, yatırımlardan çıkışlar da sürmüş, tespit edilebilen toplam 11 yatırım ve 5 adet yatırımdan çıkış işleminin, ancak bir kısmı belirlenebilen hacmi 900,0 milyon ABD Doları olarak tahmin edilmiştir.

3.5. Değerlendirme

Türkiye’de girişim sermayesi sektörünün gelişiminin özetlenerek, son durumun göz önüne getirilmeye çalışıldığı bu bölümde karşılaşılan temel güçlük, sektörün rekabete dayalı ve şeffaf olmayan karakterinin yanı sıra, geçmiş performansının belirlenmesine katkı sağlayacak belirli bir kaynaktan sağlıklı bilginin ve istatistiklerin toplanamamış olmasıdır. Bu durumun temel nedeni ise, sektörü temsil eden kurumsal yapının henüz bulunmamasıdır. Bu aşamada vurgulanması gereken önemli bir nokta da, örnek olaylar bazında ve sektöre yönelik genel araştırmaları içeren akademik düzeyde çalışmalara gereksinim olduğudur.

Bununla birlikte yukarıda özetlenmeye çalışılan on yıllık süreçte yaşanan deneyimlerden yararlanarak bazı çıkarımlarda bulunmak mümkün görünmektedir. Bu amaçla, söz konusu süreçte yaşanan örnekler dikkate alınarak, bunların temelindeki yapılanmaların olumlu ve olumsuz yönlerini belirlemenin ilerideki çalışmalar için yarar sağlayacağı düşünülmektedir.

Sonuç olarak farklı modellere sahip olsalar da girişim sermayesi adına olumlu örneklerin ortak yönlerini aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

- Yatırım kararlarının alınmasında bağımsız ya da belirli derecede özerk yapı.
- Alanında deneyim sahibi ve birlikte çalışma pratiği kazanmış bir yönetim ekibi.
- Girişimin yöneticilerini başarıya yönlendiren yeterli maddi teşvikin varlığı.
- Güçlü fon sağlama olanaklarının varlığı.
- Devletin doğrudan müdahale etmeksizin destekleyici ve yasal çerçeveyi belirleyen katkısı.

Bu saptamaların öneminin anlaşılabilir kılınması için bir sonraki bölümde yer verilmeye çalışıldığı üzere uygulamadaki girişim sermayesi modellerinin işleyiş biçimlerinin incelenmesi ve bu modellerin sektörün Türkiye’deki gelişimine olan etkilerinin tartışılması gerekmektedir.

4. Uygun Model İçin Fırsatların Tartışılması

Önceki bölümlerde girişim sermayesi sektörünün gelişimi ele alınırken sektörde rol alan şirketlerin kurumsal yapıları dikkate alındığında, temelde iki farklı modelin geçerli olduğu görülmektedir. Girişim sermayesinin küresel uygulamasına bakıldığında, bu ayrımın ne derecede geçerli olduğu tartışılabilir olsa da, Türkiye'deki uygulamalar ayrımı görünür kılmaktadır. Söz konusu iki model;

- Yerel (SPK) mevzuata dayalı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı modeli (Yerel Model)
- Uluslararası alanda kabul gören uygulamaların geçerli olduğu ülkelerdeki mevzuata dayalı model (Küresel Model)

Sermaye Piyasası Mevzuatına göre yapılan Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı modelinin uluslararası uygulamalardan ayrışmasının en temel nedeni olarak, modelin halka arzı ve anonim şirket türünü temel alan Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde düzenlenmeye çalışılması olduğu görülmektedir. Bu noktayı daha fazla irdelemeden önce dünyada girişim sermayesi (private equity-özel sermaye) yatırımlarının karakteristik özelliklerinin vurgulanmasında yarar bulunmaktadır. Bu aynı zamanda yukarıda “küresel” olarak nitelenen modelin en yaygın uygulamasının da genel bir anlatımı olacaktır.

4.1. Girişim Sermayesi (Private Equity-Özel Sermaye) Yatırımlarının Karakteristiği-Küresel Model

Girişim sermayesi (private equity (PE)-özel sermaye) yatırımlarına ilişkin genelde öne çıkarılan algı, bu yatırımların sağladığı cazip kazançlar olmaktadır. Bununla birlikte, söz konusu cazibeye kapılanlar için tablonun bütünü görmek farklı bir etki oluşturabilir. Bu alanda yatırım yapan deneyimli yatırımcıların genel tavsiyesi, büyük hayal kırıklıkları yaşamamak için beklentileri makul tutmanın yararlı olacağına yöneliktir. Bu ihtiyatlı olmaya yönelik uyarının nedeni, girişim sermayesi (PE) yatırımlarının, zayıf piyasa etkinliklerinden yararlanan yöneticiler sayesinde uzun vadeli riske ayarlı cazip getiri sağlayacağı beklentisidir. Bununla birlikte uygulamada görülen, girişim sermayesi piyasasının beklenen getiriye (genel piyasa getirisi + likit olmama primi) paralel gelişme göstermekte olmasıdır.

Bu saptamalardan hareketle girişim sermayesinin öne çıkan ve geleneksel yatırım yöntemlerinden ayrılan özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür.

- **“Sınırlı Ortaklık-Limited Partnership” Yapısı.** Girişim sermayesi (PE) yatırımlarında yer alan oyuncuların beklentilerine uyumun sağlanması ve fon yöneticileri ile pasif konumdaki yatırımcıların olası çıkar çatışmalarının önlenmesi açısından genel kabul gören fon yönetim mekanizması, Sınırlı Ortaklık-Limited Partnership yapısıdır.
- **Yatırımın likit olma özelliği çok zayıftır.** Bu alanda uzun vadeli bir taahhüt için kararlı olunmalı, disiplinli ve sistematik bir yaklaşım benimsenmelidir.
- **Uzun vadeli yatırım perspektifi gerektirir.** Bu yönüyle girişim sermayesi (PE) yatırımlarını geleneksel yatırımlardan ayırmak için şarap yatırımlarındaki bağ bozumu (vintage) örneği verilmektedir. Şarap üretiminde kullanılan üzüm bağlarında nasıl sürekli bakım ve sabır gerekiyorsa, girişim sermayesi (PE) yatırımcıları için de benzer bir durum söz konusudur.
- **Uzun vadeli perspektif riske açık olmaya yol açar.** Uzun vadeli nitelikte olan girişim sermayesi yatırımları ekonomideki dalgalanmaların olumsuz etkisine açıktır.
- **Şeffaflık zayıf, veri kalitesi düşüktür.** Halka açık niteliğinin olmamasının getirdiği sınırlı şeffaflık, sayısal analiz uygulanma olanağını kısıtlar.
- **Belirsizliğin aşılması piyasadaki en iyi fonun ve fon yöneticisinin seçimini gerektirmektedir.** Bu nitelikteki fon yöneticileri “birinci dilim fon yöneticileri” (first quartile fund managers) olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir deyişle, fon yöneticisinin niteliği hedefe ulaşmada önemli faktörlerin başında gelmektedir.
- **Girişim sermayesi (PE) Fonlarının derecelendirilmesi için bir tür sınıflandırma yöntemi benimsenmiştir.** Bu sınıflandırmada sayısal ve niteliksel veriler birlikte dikkate alınmaktadır.
- **Girişim sermayesi (PE) yatırımlarının bir varlık sınıfı oluşturduğu tartışmalıdır.** Girişim sermayesi (PE) yatırımlarının kendine özgü sayısal analizlere olanak veren bir varlık grubu olduğunu ispata yönelik çalışmalarda, bu yatırımların farklı bir risk-getiri profili olduğuna dair kesin bir kanıt ortaya konulamamıştır. Etkin piyasalarda varlığın sınıflandırılması kararında önemli bir faktör olan, en üst ve ortanca performansın farkı görece küçük iken, girişim sermayesi (PE) yatırımlarında bu dağılım önemli ölçüde farklılaşmaktadır. Bu durum girişim sermayesi (PE) yatırımlarının bir varlık grubu olarak sınıflandırılmasını güçleştirmektedir.

4.1.1. Girişim Sermayesi Yatırımları Piyasası

Girişim sermayesi piyasası genellikle “Sınırlı Ortaklık-Limited Partnership” yapısında kurulmuş olan fonlar tarafından yönlendirilmektedir. Söz konusu fonlar genellikle özel sermaye (PE) şirketleri olarak nitelenen fon yönetim şirketleri tarafından kurulmakta olup, teşkilatlanmış bir piyasaya kayıtlı olmayan yatırım araçları niteliğindedirler. Fon yapısında “Sınırlı Ortak-Limited Partner” olarak ifade edilen ortaklar, pasif yatırımcı olarak yatırımlara fon sağlarken, “Yönetici Ortak-General Partner”, ya da “Fund Manager” olarak adlandırılan yatırım profesyonelleri, bu fonları kapalı (private) şirketlere yatırmak üzere yönetmektedirler.

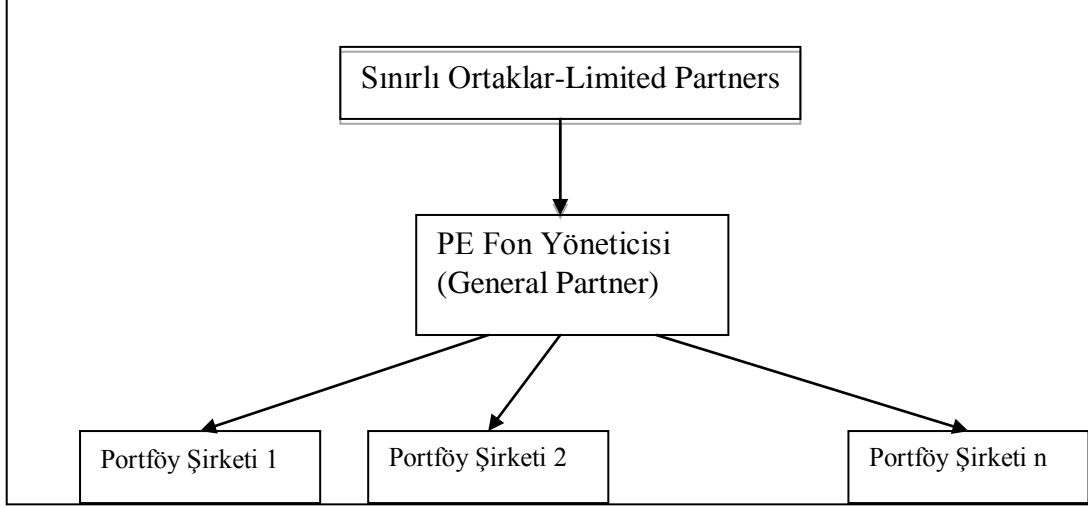


Figure 2 / Şekil 2 Tipik Girişim Sermayesi Fonunun İşleyişi

Bu amaçla akdedilen standart bir ortaklık sözleşmesi bulunmamasıyla birlikte, girişim sermayesi (PE) fonlarının ortak özellikleri aşağıdaki gibi sayılabilir:

- Fon, genellikle kapalı uçlu yapıda olup 7-10 yıllık sınırlı bir ömre sahiptir. Fon yöneticisinin hedefi tüm yatırımlardan fonun süresi içerisinde çıkış sağlamaktır. Genellikle 2-3 yıllık süre uzatma opsiyonu söz konusudur.
- Fonun yatırımcıları (Sınırlı Ortaklar-Limited Partners) genellikle nitelikli yatırımcı olarak ifade edilen, emeklilik fonları, vakıflar, üst fonlar (fund of funds), bankalar ya da sigorta şirketleri, varlıklı aileler ve bireylerden oluşmaktadır. Fonun tasfiyesinden önce yatırımı itfa etme olanağı kısıtlıdır.
- Fon sermayesinin önemli kısmı 4 ya da 5 yıllık yatırım dönemi sürecine dağılmış olarak çağrılır. Daha sonrasında ise değer maksimizasyonu sağlamak ve çıkış olanağını kuvvetlendirmek amacıyla sadece başarılı portföy şirketlerine ilave destek sağlanabilir.
- Sermaye taahhütlerinin, yatırımların yapılması, ücret ve masrafların karşılanması için gerekli olduğu zamanda ödenmesi esastır.
- Yatırımların gerçekleşmesi ya da faiz veya kâr payı tahsili durumunda, mümkün olan en pratik şekilde yatırımcılara dağıtım yapılır. Diğer bir ifade ile, yatırımlar gerçekleştikçe, bir taraftan da fon otomatik olarak tasfiye (self liquidating) olacaktır. Bununla birlikte bu geri dönüşler genellikle fon ömrünün ikinci yarısında söz konusudur. Dağıtım, portföy şirketinin halka arz edilmesi halinde likit niteliğe kavuşan menkul kıymetler ile de olabilir.
- Fon yönetim ücreti fonun büyüklüğüne bağlı olarak, 250 milyon Euro altındaki fonlar için %2,5 ile daha büyük fonlar için %1,5 oranında ve taahhüt edilen sermaye üzerinden hesaplanmaktadır. Bu ücret genellikle yatırım döneminin tamamlanmasının ardından daraltılarak, gerçekleştirilen yatırıma oranlanmaktadır. Bununla birlikte, söz konusu uygulama, fon yöneticisinin faaliyetine bağlı olarak farklılık gösterebilmekte, bu da küçük oranlarda değişim gösteren net ve brüt getiriler üzerinde etki yapmaktadır.
- Fon yöneticisinin (General Partner) başlıca motivasyonu ise “carried interest” olarak ifade edilen ve fon karının %20 si civarında hesaplanan bir çeşit “başarı primi”dir. Bu ödeme genellikle “hurdle rate-eşik getiri” olarak tanımlanmakta ve yatırımcıların (sınırlı ortaklar-limited partners) yatırdıkları sermayeye ilave olarak belirli bir oranda getiri sağlandıktan sonra ödenmek üzere bir eşiğe bağlanmaktadır.
- Fonun sınırlı yatırımcıları (Limited Partners), fonun günlük yönetimiyle ilgilenmezler. Yatırımcıların çıkarları, fon yöneticilerinin (General Partners) fona olan taahhüdü, kâr payı ya da başarı primi (carried interest) ile bağlantılıdır.

4.1.2. Limited Partnership (Sınırlı Ortaklık) Yapısı

Tipik bir “sınırlı ortaklık-limited partnership” işleyişi Şekil 3 de görülmektedir. Söz konusu şirket türünün şirketler hukukumuzda tam olarak karşılığı bulunmamakla birlikte Komandit Şirket yapısına yakın bir yapılanma söz konusudur. Komandit Şirketin komandite ortağı Limited Partnership yapısında “yönetici ortaklar-general partners”, komanditer ortağı ise “sınırlı ortaklar-limited partners” ile benzerlik göstermektedir.

Bu iki tür ortaklık sorumlulukları bakımından aşağıdaki gibi ayrılırlar:

- Ortaklığın olağan işlerini yürütmekle görevlendirilen, borçlanma veya taahhüt altına girme konusunda yetki sınırı olmayan bir veya birden fazla gerçek - tüzel kişi ortak (yönetici ortak/ general partner).
- Ortaklığın yönetimi ile ilgili konuların dışında tutulan, amacı ortaklığa yaptığı yatırım karşısında getiri elde etmek olan, borçlanma ve taahhüt altına girmeleri sermayeleri ile sınırlanmış bir veya birden fazla gerçek - tüzel kişi ortak (sınırlı ortak/ limited partner).

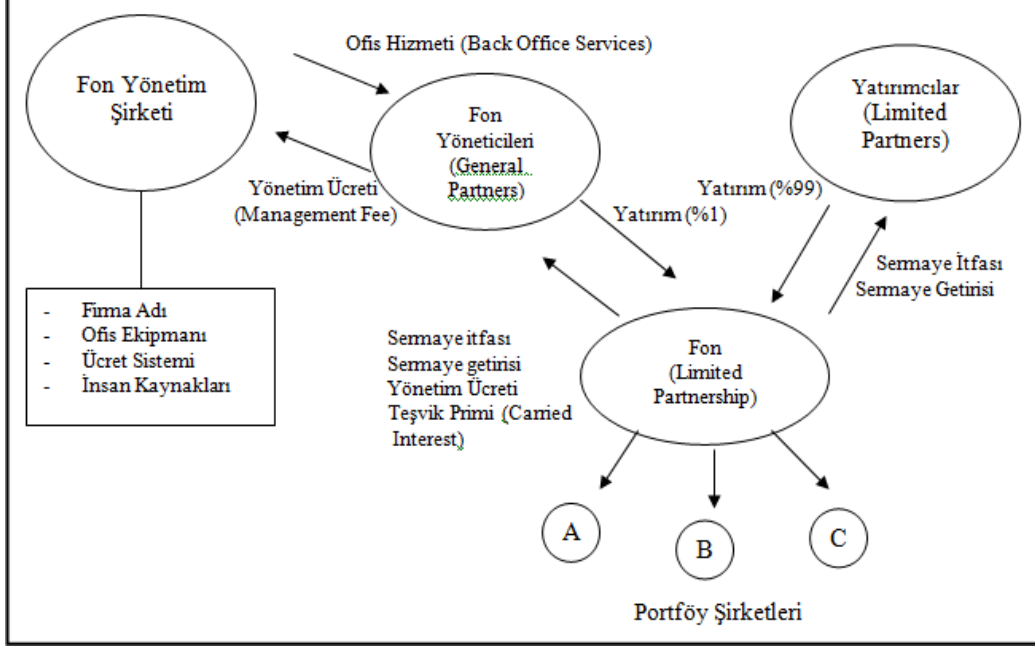
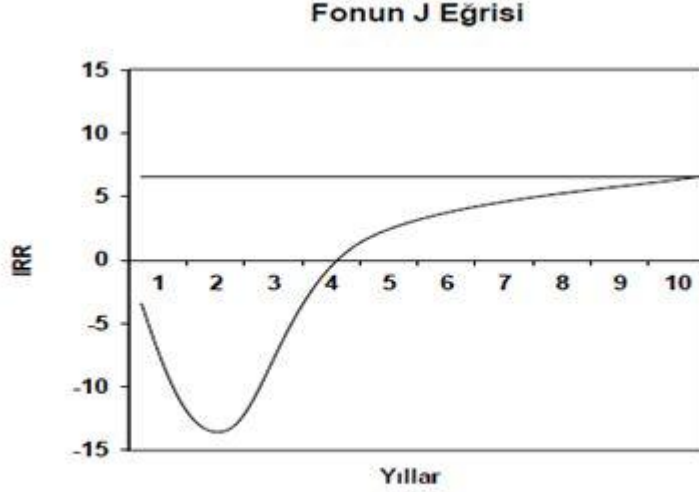


Figure 3 / Şekil 3 “Limited Partnership” Yapısının İşleyişi

Esnek bir yapıya sahip olan Sınırlı Ortaklık (Limited Partnership), tüzel kişiliği olmayan bir yapı olarak kurulabileceği gibi tüzel kişiliğe sahip bir ortaklık biçiminde de kurulabilmektedir. Bir sınırlı ortaklık-limited partnership sözleşmesi (LPA) çerçevesinde her iki durumda da yönetici ortak, fonun yönetimi nedeniyle yüklenmiş sınırsız sorumluluğun karşısında getiriden belirli bir oranda başarı primi elde ederken, sınırlı ortaklar sağladıkları sermaye kadar getiriden yararlanmaktadır. Uygulamada yönetici ortağın düşük oranlarda da olsa fona sermaye katılımı sağladığı görülmektedir. Ayrıca fonun kuruluş yeri ve yönetim işlerinin yürütülmesi için kurulacak bir yönetim şirketi ile fon arasında bir hizmet sözleşmesi imzalanması gerekmektedir.

4.1.3. Girişim Sermayesi Yatırımlarının Getirisinin Bir Özelliği Olarak “J” Eğrisi

Bir fonun başlangıcı ile sonlandırılması arasında elde edilen getirilerin iç verimliliği (IRR) “J” eğrisi olarak adlandırılan bir görünüm sergilemektedir. Girişim sermayesi fonlarının değeri, yükselmeye başlamadan önce başlangıç yıllarında bir düşüş grafiği vermektedir. Bu durum değer artışı için gereken sürenin daha uzun olduğu risk sermayesinde daha da belirgindir. “Golf Sopası” olarak da nitelenen bu yapı, kuruluş giderleri, yönetim ücretleri ve fon yöneticisi tarafından kullanılan değerlendirme yöntemi ile açıklanmaktadır.



Graph 1 / Grafik 1: Fonun J Eğrisi

Genellik gösterdiği üzere kuruluş giderleri ve yönetim ücretlerinin ödemesi başlangıçta sermaye ödemelerinden karşılandığından, ilk yıllarda fon varlıklarının değeri yatırılan sermayeden düşük gerçekleşecektir. Söz konusu dönemde, ödenen sermayeye değil, taahhüt edilen sermayeye orantılı olarak yapılmaya devam edilen bu ödemeler orantısız olarak yüksek bir görünüm arz edecektir. Fon faaliyeti sürerken ara dönem IRR (internal rate of return-iç karlılık) hesaplamasında NAV (net aktif değer ya da defter değeri) son nakit akışı olarak görülerek, fonun bu değerden tasfiye edildiği varsayılacaktır. Bu nedenle, ara dönem IRR değerleri fonun değerlendirme yöntemine ve girişim sermayesi yatırımlarının belirsizliklerine tabi olacaktır. Genel olarak ilk yıllarda fon değerinde artışlardan çok değer kayıpları olacaktır. Bu durum, muhafazakar portföy değerlendirme yöntemlerinin kullanılmasının da bir sonucudur. Kullanılan değerlendirme yöntemi, bir değer kaybının öğrenildikten hemen sonra kaydedilmesini gerektirirken, değer artışının kaydedilmesi bunu garanti eden bir olayın gerçekleşmemesi halinde (ya da yeni değerlendirme rehberine göre “gerçeğe uygun değer-fair value” değişmesi) söz konusu olmamaktadır. Ayrıca, yatırımların başarıya ulaşması zaman gerektirdiğinden değer artışlarının gerçekleşmesi ancak ileriki yıllarda mümkün olabilecektir. Tüm bu nedenlerle, geleceğin yüksek performanslı yatırımları dahi başlangıçta eksi geri dönüş verir görünümünde olacaklardır. Risk sermayesinde kullanılan bir deyim bu durumu oldukça iyi anlatmaktadır: “Limonlar, incilerden daha çabuk olgunlaşır”

Fonun olgunlaşması sürecinde, daha az subjektif değerlemelere ve somut nakit akışlarına dayalı olarak hesaplanan ara dönem IRR böylece giderek daha anlamlı bir hal alır. Fonun yaşlanmasıyla hata payı önemli ölçüde daralır ve belirsizlik azalır. İlk dört - altı yıl boyunca somut geri dönüşün işaretleri verilemezken, bu dönemden sonra, ara dönem IRR nihai IRR için makul belirtiler göstermeye başlar. Her hâl ve kârda ise, gerçek performans yatırımcılara son dağılımın yapılmasıyla ortaya çıkacaktır.

4.2. Sermaye Piyasası Mevzuatında Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı-Yerel Model

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri VI No:15 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği (ile düzenlenen “yerel model”in sağlanan esneklikler sayesinde halka arza gerek kalmaksızın “küresel model”e en yakın seçeneklerle işleyişi Şekil4 de açıklanmaktadır.

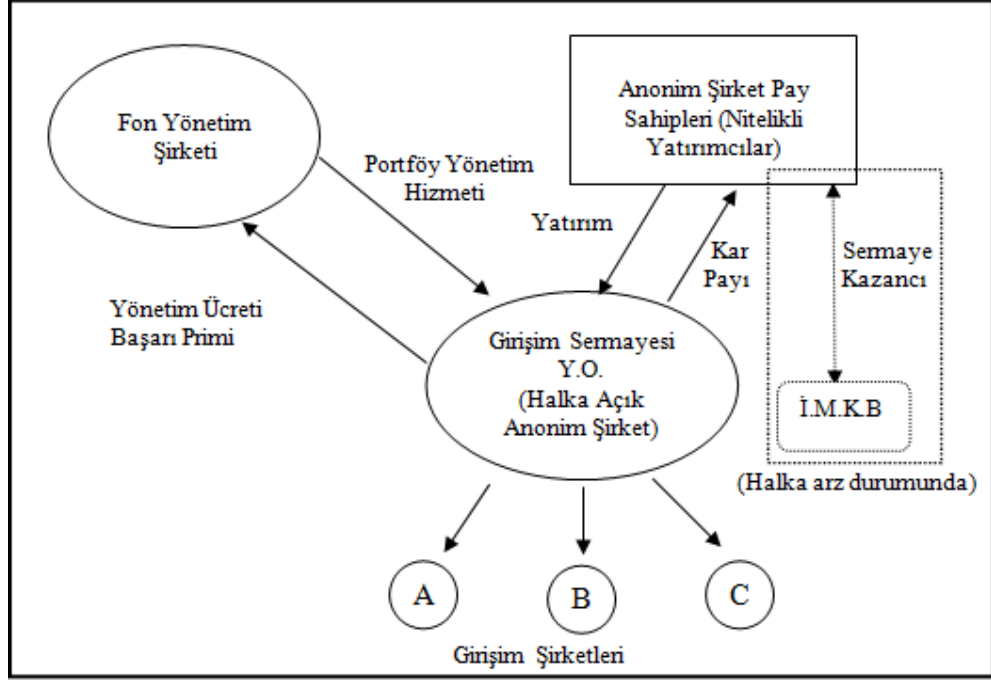


Figure 4 / Şekil 4 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı Yapısının İşleyişi

Söz konusu seçenek dikkate alındığında anılan Tebliğ'in 4. Maddesine göre girişim sermayesi yatırım ortaklıklarının (GSYO) kuruluş şartları, payların nitelikli yatırımcıya arzı halinde şu şekilde belirlenmiştir;

- Kayıtlı sermayeli anonim şirket şeklinde kurulması,
 - Başlangıç sermayesinin 1 milyon Türk Lirasından az olmaması,
 - Hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılması ve nama yazılı olması ticaret
 - a. unvanında "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı" ibaresinin bulunması,
 - Esas sözleşmesinin TTK, Kanun ve bu Tebliğ hükümlerine göre düzenlenmesi,
 - Ortaklıkta % 10'dan fazla paya sahip tüzel kişi ortakların yönetim kurulu üyelerinin 5 inci maddede sayılan şartları taşıması,
 - Kanununun 30 uncu maddesinin birinci fıkrasının (f) bendinde belirtilen portföy işletmeciliği faaliyetinde bulunmak üzere Kurula başvurması,
- gerekmektedir.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği" nde (2004) "Nitelikli Yatırımcı" ise şu şekilde tanımlanmaktadır:

"Yatırım fonları, emeklilik fonları, menkul kıymetler yatırım ortaklıkları, girişim sermayesi yatırım ortaklıkları, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, aracı kurumlar, bankalar, sigorta şirketleri, özel finans kurumları, portföy yönetim şirketleri, emekli ve yardım sandıkları, vakıflar, 506 sayılı Sosyal Sigortalar Kanununun geçici 20 nci maddesi uyarınca kurulmuş olan sandıklar, kamuya yararlı dernekler ile nitelikleri itibariyle bu kurumlara benzer olduğu Kurulca belirlenecek diğer yatırımcılar ve halka arz tarihi itibariyle en az 1 trilyon Türk Lirası tutarında Türk ve/veya yabancı para ve sermaye piyasası aracına sahip olan gerçek ve tüzel kişileri, ifade etmektedir."

Anılan Tebliğ çerçevesinde GSYO'nun kendisi yatırım portföyünü işletebileceği gibi, Tebliğin 19. Maddesi çerçevesinde dışarıdan portföy işletmeciliği hizmeti de alabilecektir. Buna göre;

Ortaklıklar, esas sözleşmelerinde hüküm bulunmak ve yönetim kurulunca karar alınmak kaydıyla, faaliyetleri ile ilgili konularda kullanılmak üzere girişim şirketlerinin seçimine ve yatırımların yönetimine ilişkin olarak uzmanlaşmış kuruluşlardan danışmanlık hizmeti ile Seri: V, No: 59 sayılı Tebliğ çerçevesinde girişim sermayesi yatırımlarına yönelik portföy yönetim hizmeti alabilirler... Ortaklıklarca, alınan danışmanlık ve portföy yönetim hizmeti kapsamında danışmanlık/yönetim ücreti ve girişim şirketlerinden çıkış yapılırken elde edilen tutar ile yatırım miktarı arasındaki fark üzerinden hesaplanacak başarı primi ödenebilir. Girişim

şirketlerinden elde edilen kâr payları da başarı primine konu edilebilir. Ortaklıklarca ödenecek danışmanlık/yönetim ücreti yıllık olarak ortaklığın ortalama net aktif değerinin %2'sini, başarı primi ise dördüncü fıkrada belirtilen hesaplamada bulunacak tutarın %20'sini geçemez.

Görüldüğü gibi bu düzenleme ile GSYO'nun yapısı önceki bölümlerde açıklanmaya çalışılan "Küresel Model"e yaklaştırılmaya çalışılmıştır. Ancak bu yapılırken dahi piyasada belirlenmesi gereken danışmanlık / yönetim ücretine ve başarı primine üst sınır getirilmesinden kaçınılmamıştır.

Ayrıca Tebliğin faaliyet sınırını belirleyen 17. Maddesine göre GSYO;

- **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Yurtiçinde kurulan girişim sermayesi yatırım fonlarına yatırım yapılabilir,
- **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Sadece bu Tebliğde tanımlanan girişim şirketlerine yatırım yapmak üzere yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulan kuruluşlara doğrudan ve dolaylı olarak yapılan yatırımlardan kaynaklanan riskin yatırıma yönlendirilen anapara miktarı ile sınırlı olması kaydıyla yatırım yapılabilir,
- **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile)** Türkiye'deki girişim sermayesi faaliyetlerine yönelik olarak danışmanlık hizmeti vermek üzere yurtiçinde ve yurtdışında kurulu danışmanlık şirketlerine ortak olabilir,
- **(Ek: Seri: VI, No: 23 sayılı Tebliğ ile) (Değişik: Seri: VI, No: 28 sayılı Tebliğ ile)** Yurtiçinde kurulu portföy yönetim şirketleri ile yurtdışında kurulmakla birlikte faaliyet kapsamı sadece yurtiçinde kurulu girişim şirketleri olan portföy yönetim şirketlerine ortak olabilir.

Böylece GSYO'nun yurtdışında kolektif yatırım amacıyla kurulu bulunan oluşumlarla yine yurtdışında kurulan portföy yönetim şirketleri ile bağının tanınacağı anlaşılmaktadır.

Diğer taraftan anılan Tebliğin 21. Maddesine göre GSYO'nun nitelikli yatırımcıya arz edilmesi halinde;

- "...Tebliğde tanımlanan tahsisli satış yöntemi uygulanır."
- ...izahname ve sirküler düzenleme zorunluluğu bulunmamaktadır.
- Hisse senetlerinin nitelikli yatırımcıya arzı yapılmadan önce 15/11/1998 tarihli ve 23524 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Seri: I, No: 26 sayılı Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliğinin (6) numaralı ekinde belirtilen belgelerle birlikte Kurula başvuruda bulunulması zorunludur.
- Ara mali tabloların bağımsız denetimden geçirilmesi, Kurula gönderilmesi ve ilanı gerekmez. Ancak yıllık bilanço ve gelir tablosu ile ayrıntılı bağımsız denetim raporunun yıllık olağan genel kurul toplantı tarihini izleyen bir ay içinde Kurula gönderilmesi ve TTSG'de ilanı zorunludur.

Tebliğe göre "tahsisli satış" ise:

"Tahsisli Satış: Sermaye artırımlarında artırılan sermayeyi temsil eden hisse senetleri ile mevcut hisselerin hissedarlarınca, halka arz edilmeyerek, doğrudan dışarıda yerleşik kişilere ve/veya kayıt öncesi belirlenmiş yurt içinde yerleşik kişilere tahsisli olarak satışı ifade eder."

biçiminde tanımlanmıştır.

Görüldüğü üzere GSYO'nun nitelikli yatırımcılara arzında bazı esneklikler tanınmaktadır. Bununla birlikte, daha önce de belirtildiği gibi ilk düzenleme olan Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06.07.1993 tarih ve 21169 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan Seri:VIII, No:21 Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği ile getirilmek istenen yapının uygulamasının gerçekleşmesi için uzun zaman gerekmiş, sonuçta da kurulan şirket sayısı 2010 yılına kadar 3 adette kalmış, son olarak yeni kurulan 3 şirketle birlikte sayı 6'ya ulaşmıştır. Bunların içerisinde sadece birisi kuruluşundan itibaren istikrarlı biçimde yatırım faaliyetini sürdürerek başarılı çıkışlara imza atabilmiştir.

Bu durumun başlıca nedenlerinden birisi daha önce de belirtildiği gibi, yapının halka arzı ve anonim şirket türünü temel alan Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde düzenlenmeye çalışılması olduğu görülmektedir. Ayrıca Sermaye Piyasası Mevzuatının gerektirdiği kayıt, denetim, şeffaflık ve raporlama yükümlülükleri ve yatırım sınırlamaları, girişim sermayesinin rekabete dayalı ve şeffaf olmayan yapısına göre katı düzenlemeler olarak algılanmaktadır.

Bu nedenle Sermaye Piyasası Kurulu, sistemin bazı sakıncalarını gidermek üzere 2004 yılında söz konusu düzenlemede bazı değişiklikler yaparak, payları sadece nitelikli yatırımcılara arz edilecek olan girişim

sermayesi yatırım ortaklıklarına esneklikler tanımış olsa da bu durumun temeldeki olumsuz algıyı tam olarak gideremediği düşünülmektedir.

Diğer taraftan, Sermaye Piyasası Kurulu Başkanı Vedat Akgiray'ın (2011) kamuoyuna yansıyan açıklamalarından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun girişim sermayesinin uluslararası alanda kabul gören uygulamasına yaklaşan düzenlemeler gerçekleştirmek için kanun değişikliğine yönelik çalışmalarının bulunduğu anlaşılmaktadır. Söz konusu değişiklik çalışmalarının kapsamında ise Sermaye Piyasası Kurulu Eski Başkanı Doç. Dr. Turan Erol'un açıklamalarına göre (Erol, 2008) "Girişim Sermayesi Yatırım Fonları"nın düzenlenmesi ile birlikte diğer bir uluslararası uygulama olan "Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları"nın düzenlenmesinin planlandığı anlaşılmaktadır:

Yeni Kanun ile esas işi fon kurmak ve yönetmek olan fon yönetim şirketlerinin kurulması ve bu şirketlerin bireylerden topladıkları paraları da portföy yönetim sözleşmesi imzalamak suretiyle yönetmesi mümkün olacaktır. Bu çerçevede mevcut durumda kurulmuş olan portföy yönetim şirketlerine fon yönetim şirketine dönüşüm imkanı sağlanacaktır. Fon yönetim şirketleri banka, aracı kurumların iştiraki olarak kurulabileceği gibi gerçek şahıslar tarafından da kurulabilecektir. Sonuç itibarıyla, girişim sermayesine dayalı yatırım fonları da fon yönetim şirketleri tarafından kurulacaktır. Girişim sermayesi yatırım fonlarının yalnızca nitelikli yatırımcılara satılması, giriş çıkışının sınırlı olması ve değerlendirme ilkeleri gibi konularda menkul kıymet yatırım fonlarından farklı bir yapıda düzenlenmesi planlanmaktadır. Diğer taraftan Kurulumuzca hazırlanmakta olan Kanun tasarısında değişken sermayeli yatırım ortaklıklarının kuruluşuna imkan verilmektedir. Mevcut Kanun uyarınca yatırım ortaklıkları TTK (Türk Ticaret Kanunu) hükümleri çerçevesinde sabit sermayeli olarak kurulabilmektedir. AB ülkelerinde değişken sermayeli yatırım ortaklıkları yaygın olarak faaliyet göstermekte ve Kurulumuzca kayda alınan yabancı fonların büyük bir bölümü değişken sermayeli yatırım ortaklığı şeklinde örgütlenmektedir. Ülkemizde henüz yasal altyapısı olmayan ve değişken sermayeli yatırım ortaklıkları olarak ifade edilen şirket tipi, kolektif yatırım modelinin, yatırım fonu ve ortaklıklarının avantajlarını bünyesinde toplamaktadır. Söz konusu model, her zaman alım satıma açık olmanın, tüzel kişiliğe sahip olmanın avantajlarını taşımakta ve bünyesinde değişik yatırım araçlarına sahip bir çok alt fonu şemsiye yapısı ile barındırabilmektedir. Ayrıca bu yapıya ülkemize yatırım yapan yabancı yatırımcılara tanıdık olması açısından da avantaj yaratmakta olup, değişken sermayeli yatırım ortaklığı modeli ile yabancı özel sermaye yatırımcılarının artacağı dolayısıyla yabancı sermayenin girişini kolaylaştıracağı beklenebilir.

Görüldüğü üzere Sermaye Piyasası Kurulu'nun girişim sermayesine yönelik düzenlemelerinde getirilen yeniliklerin sınırları yasal düzenleme çizmekte ve uluslararası genel kabul gören uygulamalara yaklaşan bir yasal altyapı için ilgili kanunlarda yeniliklere gerek görülmektedir. Bu noktada yukarıdaki alıntıda da sözü geçen, teşkilatlanmış piyasalarda kayıtlı ya da bunun dışındaki tüm genel kabul gören yatırımları içerisinde barındıran "kolektif yatırım modelleri"ne ilişkin olarak dünyada yaygın olan yapıyı temsil eden Avrupa Birliği mevzuatı ile Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerinin kısaca karşılaştırılmasında yarar bulunmaktadır.

4.3. Kolektif Yatırım Modellerinin Mevzuat Yönüyle Değerlendirilmesi

Bu başlık altında ağırlıklı Avrupa Birliği kolektif yatırım modellerine ilişkin mevzuat incelenmiş ve Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemeleri ile karşılaştırması yapılmıştır.

4.3.1. UCITS ve Non-UCITS Ayrımı

Avrupa Birliği'nin 20 Aralık 1985 tarihli 85/611/EEC - UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) Direktifi "Devredilebilir Menkul Kıymetlere Yönelik Kolektif Yatırımlara İlişkin Yükümlülükler" olarak dilimize çevrilebilmektedir.

Direktifte, söz konusu yatırımı gerçekleştiren kuruluşlar "UCITS" (Kolektif Yatırım Kuruluşları-KYK), belirlenen koşulları taşımayan kuruluşlar ise "Non-UCITS", (UCITS-Dışı Yatırım Kuruluşları) olarak nitelenmektedir. Bu ayrıma yönelik olarak anılan direktifte, devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kolektif yatırım kuruluşlarına (KYK);

- Yatırım alanları,
- Sermaye yeterliliği,
- Organizasyon yapısı,
- Kamuyu aydınlatma yükümlülükleri,
- Varlıkların saklama kuruluşlarınca muhafazası yükümlülüğü,
- Gözetimin bağımsız saklama kuruluşunca yerine getirilmesi,

- Bağımsız denetim konularında koşullar getirilmektedir.
Direktifte adı geçen devredilebilir menkul kıymetler (transferable securities) ise genel olarak;
- Şirketlerin pay senetleri ve bunlara eşdeğer olan menkul kıymetler,
- Tahvil ve diğer şekillerde menkul kıymete bağlı borçlar, söz konusu devredilebilir menkul kıymetlerden herhangi birisini değişim ya da iştirak yoluyla edinme hakkı veren ve direktifin 21. Maddesinde sayılanlar dışında kalan (tezgah üstü piyasalarda işlem gören türev ürünler) kıymetli evraklar ifade edilmektedir.

Bu çerçevede Kolektif Yatırım Kuruluşları (UCITS);

- Payları halka arz edilmek suretiyle, halktan toplanan paralarla, riskin dağıtılması esasına göre devredilebilir menkul kıymetlere birlikte yatırım yapan,
- Pay sahiplerinin paylarının karşılığını talepleri üzerine doğrudan ya da dolaylı olarak anılan kuruluşların sermayelerinden geri alınabildiği (open end- açık uçlu) kuruluşlar olarak tanımlanmaktadır.
Buna göre UCITS-Dışı Kuruluşlar ise;
- Devredilebilir menkul kıymetler dışındaki yatırım araçlarına yatırım yapan,
- Kapalı uçlu (close-end) ya da açık uçlu (open-end)
- Payları halka arz edilmeyen,
- Direktifte yer alan tanımlamaların dışında kalan kuruluşları ifade etmektedir.

UCITS Direktifinde vurgulanması gereken bir özellik de fonun ihraç ettiği menkul kıymetlerin ev sahibi ülkede yetkilendirildikten sonra (UCITS Pasaportu) Avrupa Birliği'ne üye ülkelerde pazarlanabilir niteliğe kavuşmasıdır.

4.3.2. Sermaye Piyasası Mevzuatının UCITS Direktifi Karşısındaki Durumu

Sermaye Piyasası Mevzuatımızda, Menkul Kıymet Yatırım Fonları ve Menkul Kıymet Yatırım Ortaklıkları ve bunların çeşitli türleri düzenlenmiş bulunmaktadır:

- Yatırım Fonları
 - i. Yatırım Fonları (Seri VII, No:10)
 - ii. Borsa Yatırım Fonları
 - iii. Emeklilik Yatırım Fonları
- Yatırım Ortaklıkları
 - i. Yatırım Ortaklıkları (Seri VI, No:4)
 - ii. Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları
 - i. Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları
 - ii. Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları

Bu düzenlemeler çerçevesinde, sadece Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Seri VII, No:10 Yatırım Fonlarına İlişkin Esaslar Tebliği kapsamındaki Yatırım Fonları ve Seri VII, No:23 Tebliği çerçevesinde kurulan Borsa Yatırım Fonları devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan ve açık uçlu niteliğe sahip Kolektif Yatırım Kuruluşları olarak nitelendirilebilir.

Bununla birlikte devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapan kapalı uçlu niteliğe sahip bir Yatırım Kuruluşu olarak SPK'nın Seri VI, No:4 Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği çerçevesinde kurulan Yatırım Ortaklıkları bir ara model olarak karşımıza çıkmaktadır. Diğer taraftan esas olarak devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapmayan ve kapalı uçlu niteliğe sahip Yatırım Kuruluşları olarak sayılabilecek aşağıdaki fonlar UCITS-Dışı Yatırım Kuruluşlarına benzerlik göstermektedir.

- Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları,
- Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları,
- Altyapı Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları.

Ayrıca bu ortaklıkların yatırım yapabilecekleri araçlar, ilgili tebliğlerle kesin sınırlamalara tabi olup devredilebilir menkul kıymetlere yatırım yapmaları kısıtlanmıştır.

4.3.3. Kolektif Yatırım Kuruluşlarının Sınıflandırılması

UCITS Direktifinin getirdiği sınırlamalar açısından yukarıda da değinildiği gibi UCITS ve UCITS-Dışı Yatırım Kuruluşları; açık uçlu ve kapalı uçlu olmak üzere ikiye ayrılırlar.

Açık uçlu ve kapalı uçlu Yatırım Kuruluşları üç farklı türde düzenlenmiştir:

- a) Trust Hukukuna Göre (Unit Trust ya da Unit Investment Trust),
- b) Sözleşme Hukukuna Göre (Common Contractual Fund-CCF)
- c) Ortaklık Tipi (Investment Company with Variable Capital-SICAV, Investment Company with Fixed Capital-SICAF ya da Limited Partnership)

Ülkemiz Sermaye Piyasası Mevzuatı yönünden incelendiğinde, SPK'nın Seri VII, No:10 Tebliği çerçevesinde kurulan yatırım fonları ile Seri VII, No:23 Tebliği çerçevesinde kurulan Borsa Yatırım Fonları açık uçlu ve sözleşme hukukuna göre kurulmuş yapılara işaret etmektedir. Yatırım ortaklıkları ise kapalı uçlu ve şirket yapılanmasına karşılık gelmektedir. Sözleşme tipi kapalı uçlu bir yapıya ilişkin mevzuat düzenlenmemiştir.

Diğer taraftan SPK'nın Seri VI, No:4 Tebliğine göre kurulan Yatırım Ortaklıkları ile SPK'nın Seri VI, No:15 Tebliği kapsamındaki Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıkları, Seri VI, No:11 Tebliği kapsamındaki Gayrimenkul Yatırım Ortaklıkları ile Seri VI, No:24 Tebliği kapsamındaki Altyapı Yatırım Ortaklıkları, tipi kapalı uçlu yapıya girmektedir. Ortaklık tipi açık uçlu yapı ise düzenlenmemektedir.

4.3.4. Alternatif Yurtdışı Mevzuata Dayalı Modellerin Karşılaştırılması

Deniz aşırı Finansal Merkezlerin (Offshore Financial Centers) yasa dışı uygulamalara konu olabileceği kaygısıyla Uluslararası Para Fonu'nun (2000) hazırlanmış olduğu dokümanda adı geçen merkezler uluslararası sözleşmelere bağlılık ilkesi dikkate alınarak;

- a) Luxembourg,
- b) Guernsey – (Channel-UK)
- c) Ireland
- d) Isle of Man - UK

uygulamaları farklı kaynaklara başvurularak karşılaştırılmıştır.

Tablo-1 de yer alan fon merkezleri karşılaştırıldığında da iki farklı hukuki yapı kurumsal yapı ve esneklik açısından dikkat çekmektedir.

- a) Investment Company with Variable Capital (Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı)
- b) Limited Partnership (Sınırlı Ortaklık)

Söz konusu hukuki yapıların Türk Ticaret Mevzuatı açısından karşılığı bulunmamaktadır. Bunlardan Limited Partnership (Sınırlı Ortaklık) yapısı daha önceki bölümlerde ele alındığından burada Sermaye Piyasası Kanunu Taslağında da dikkate alınacağı anlaşılan değişken sermayeli yatırım ortaklığı yapısının ana hatlarıyla açıklanmaktadır.

Table 1 / Tablo 1: Ev Sahibi Ülke Uygulamaları Açısından Alternatif Fon Düzenlemelerinin Karşılaştırılması

	Guernsey	Luxembourg	Ireland	Isle of Man
Yasal Otorite	Guernsey Financial Services Commission (GFSC)	Comission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF)	Irish Financial Services Regulatory Authority (IFSRA)	Isle of Man Financial Supervisory Commission (FSC)
Hukuki Yapı	1) Guernsey Fund (açık uçlu ya da kapalı uçlu (Protection of Investors Law, 1987, as amended the "POI Law") 2) Limited Partnership (Control of Borrowing Ordinance, 1959, as amended "COBO")	1)FCP-a common contractual fund (fonds commun de placement) 2)SIF ve SICAR Yasal düzenlemeleri altında; i) SICAV (société d'investissement à capital variable), ii)SICAF (société d'investissement à capital fixe)	Qualifying Investor Fund (QIF) düzenlemesi altında; 1) investment company (variable, fixed capital) 2) investment limited partnership, 3) common contractual fund	1)Specialist Investment Fund 2) Limited Partnership 3)Investment Trusts
Yatırım Kısıtlaması	Limited Partnership olarak herhangi bir kısıtlama yok.	SIF Yasası kapsamında herhangi bir varlık kısıtlaması yok.	QIF düzenlemesine göre kısıtlama yok.	Kısıtlama bulunmamaktadır.
Yatırımcı Uygunluk Kriteri	"İzin Verilen Yatırımcı" kısıtlaması var.	Nitelikli Yatırımcı kısıtlaması var.	Nitelikli yatırımcı kısıtlaması var.	Profesyonel Yatırımcılar, Kamu Kurumları, Varlıklı Geçek ya da Tüzel Şahıslar.
Vergi	Limited Partnership olarak kazanç vergiye tabi değil.	SIF kapsamında Gelir Vergisi stopajı yok. Yıllık %1 kurumlar vergisi mevcut.Çifte vergi anlaşmaları avantajı var.	QIF kazançları dolayısıyla vergiden muaf.	Sıfır Vergi uygulaması var.
Uyruk yada İkamet Kriterleri	Var	Var	Var	Var
Hizmet Sağlayanlara İlişkin Kriterler	Var	Var	Var	Var
Borç Verme Olanağı	Kapalı uçlu yapılanmalar için esneklik var.???	SIF kapsamında var.	Nitelikli Yatırımcı (Qualifying Investor Fund-QIF) Fonlarında esneklik var.	Kapalı uçlu yapılanmalar için esneklik var.
Yönetim Şirketi Zorunluluğu	Kapalı uçlu yapılanmalar için yerel olma zorunluluğu yok.	SICAV ve SICAF için self management olanağı var.	Self management olanağı var	Kapalı uçlu yapılanmalar için yerel olma zorunluluğu yok.

4.3.4.1. Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı ve Türkiye'deki ilk Fonların Fonu Yapılanması Olarak iVCi Örneği

Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları (Investment Company with Variable Capital), tüzel kişiliğe sahip bir yapı olarak, açık uçlu ya da kapalı uçlu olarak ve devredilebilir menkul kıymetler ve diğer yatırım araçlarına yatırım yapmak üzere, farklı biçimlerde oluşturulabilmektedir. Bu durumda ortaklığa yatırım yapanlar ya da ortaklık paylarını pay başına net aktif değeri üzerinden satın alanlar, DSYO'nun ortağı olmaktadır.

DSYO'nun organları Ortaklar Genel Kurulu ve Yönetim Kurulundan oluşmaktadır. Denetim fonksiyonu ise dışarıdan bağımsız olarak atanan Denetim Kuruluşu tarafından yerine getirilmektedir.

Ortaklar fona olan taahhütleri ve yatırım havuzuna katılmaları karşılığında sahip oldukları her bir pay başına bir oy sahibi olarak Ortaklar Genel Kurulunu oluşturmaktadırlar. Ortaklar Olağan Genel Kurul Toplantısı ortaklığın ana sözleşmesi ile belirlenen günde ve ortaklığın kayıtlı olduğu yerde yapılır.

DSYO'nun Ortaklar Genel Kurulunda seçilen, ortaklığın idaresinden sorumlu ve genel kurula karşı sorumluluk taşıyan bir yönetim kurulu bulunmaktadır. Yönetim kurulu icraya ilişkin kararların alındığı organ niteliğindedir. DSYO'nun idari ve yatırım yönetimi kendi bünyesinde yapılabildiği gibi idari ve yatırım yöneticisi şirketler tarafından da yapılabilir. Ortaklığın ayrıca bir yönetim şirketi ile sözleşme imzalaması zorunluluğu DSYO'lar için aranmamaktadır. Ancak, istenilmesi halinde bir hizmet sözleşmesi kapsamında dışarıdan danışmanlık ya da yönetim hizmeti satın alınması mümkündür.

DSYO yapısı, ortaklığa sınırsız olarak pay senedi ihracı ve DSYO'nun açık uçlu yapılanmasında ihraç edilen pay senetlerinin ortaklık tarafından geri alınması olanağını vermektedir. Farklı alt fonlar için ihraç edilen menkul kıymetler, her hangi bir alt fonun tasfiyesi nedeniyle fonun mevcut net aktif değeri üzerinden geri alınabilmektedir.

Ortaklığın ayrıca, kendi aktiflerinin yönetimi, muhasebesi ve ortaklık kuruluş yeri (adres) temini için bir Yönetici Aracı Kuruluş (Administrative Manager) , aktiflerin saklama işlemi için de bir Saklama Kuruluşuyla (Custodian) sözleşme ilişkisine girmesi gerekmektedir.

DSYO'lar genellikle birden fazla alt fonu içerisinde barındıran "şemsiye tipi" yapıda kurulmaktadır. Alt fonların farklı ülkelere veya amaçlara göre çeşitlendirilmesi halinde, söz konusu alt fonlar için farklı fon yöneticileri ve saklama kuruluşları ile sözleşme ilişkisine girilebilmektedir. Ayrıca, pay sahiplerinin kayıtlarının tutulması, pay sahipleri ile iletişimin kurulması ve raporlamanın yapılması vb. hizmetlerin yerine getirmesi için bir Kayıt ve Transfer Aracısı ile sözleşme yapılması gerekmektedir.

DSYO'nun yukarıda tanımlanmaya çalışılan oldukça esnek yapısı girişim sermayesi sektöründe genel kabul gören sınırlı ortaklık-limited partnership yapısının gereklerine uygun bir yapılanmaya da olanak vermektedir. Bu yapının geçerli olduğu genel kabul gören bir örnek ise Tablol'deki karşılaştırmada yer alan Lüksemburg Uzmanlaşmış Yatırım Fonları (Specialised Investment Funds -SIF) mevzuatı kapsamında uygulanmaktadır. Bu yapının gerek farklı nitelikteki alt fonları içerisinde barındırabilen şemsiye yapısı ve gerekse fonların fonu (FoF) yapılanması için uygun olması nedeniyle Türkiye'de bir ilk olarak 2007 yılında faaliyete geçen İstanbul Venture Capital Initiative(iVCi)'nin de hukuki alt yapısını oluşturmuştur.

iVCi'nin DSYO alt yapısında ancak paydaşlarının beklentilerini karşılamaya dönük olarak geliştirilen yapısı Şekil:5'de açıklanmaya çalışılmıştır.

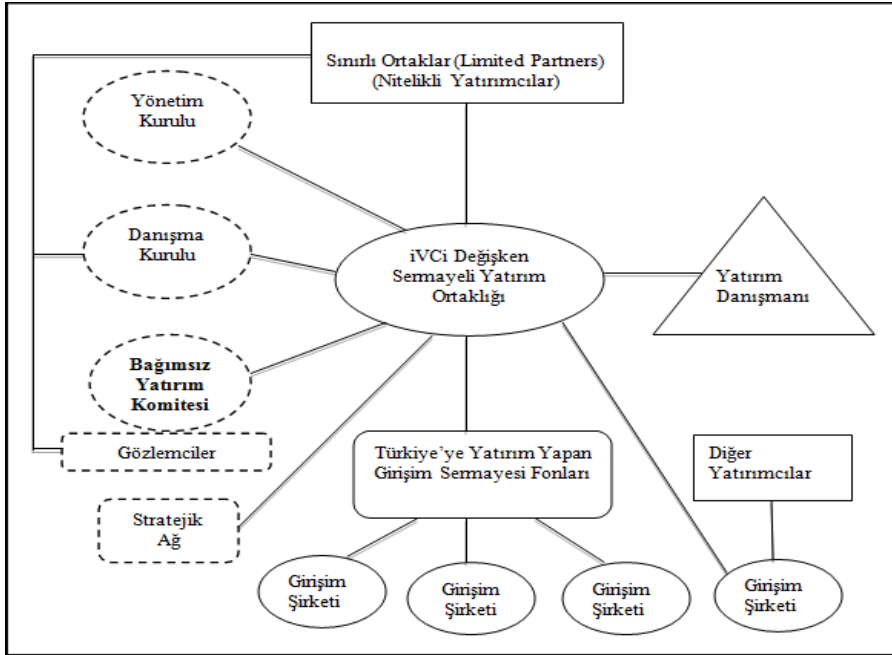


Figure 5 / Şekil 5 DSYO Yapısına Dayalı iVCi'nin İşleyişi

Tüzel kişiliğe sahip değişken sermayeli yatırım ortaklığı olarak kurulan, fonların fonu (FoF) ve bünyesinde birden fazla alt fon barındırabilecek bir şemsiye fon niteliğinde olan iVCi'yi uluslararası kabul görmüş girişim sermayesi uygulamalarına yaklaştıran en belirgin özelliği, yatırım kararlarının kuruluş sözleşmeleriyle çerçevesi çizildiği üzere bağımsız bir yatırım komitesi tarafından alınmasıdır. Söz konusu bağımsızlık, kurumsal yönetim ilkelerine sıkı sıkıya uyum ile sağlanmakta ve fon sağlayan nitelikli yatırımcı statüsündeki kurumsal ortaklarla, yatırım komitesinin çoğunluğunu oluşturan üyeleri arasında herhangi bir bağın kurulmamış olması kuralına dayanmaktadır. Ayrıca kurumsal yönetimin gerektirdiği, ortaklara yönelik bilgi akışı ve kontrol mekanizması da danışma komitesi ve yatırım komitesi gözetimcileri aracılığıyla sağlanmak istenmiştir. Böylece girişim sermayesinin ülkemizde uygulanması açısından en çok sorun oluşturduğu düşünülen bir özelliği olarak, girişime fon sağlayan ortakların yönetim ve karar almada kontrol istekleri belirli ölçüde karşılanmaya çalışılmıştır.

5. Değerlendirme ve Sonuç

Dünyada “özel sermaye-private equity”, ülkemizde genel kabul gören nitelemesiyle “girişim sermayesi”nin Türkiye’de geçirdiği evrelerin ve uygulamadaki modellerin incelenerek özelliklerinin tartışıldığı bu çalışmada ortaya çıkan bulguları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

- a) Dünyadaki ekonomik kriz nedeniyle 2009-2010 yıllarında girişim sermayesi sektörü ve oyuncuları gerek fon yaratma gerekse yatırım açısından bir bekleme dönemine girmişlerse de, hızlı toparlanan ekonomisine paralel olarak Türkiye’de 2011 yılında faaliyetlerin yeniden hızlandığı bir süreç başlamıştır.
- b) Sektörün diğer bir belirleyici özelliği de faaliyet gösteren şirketlerin hemen tamamının başta vergi avantajları olmak üzere, çeşitli nedenlerle yurt dışında kurulu olmalarıdır. Bu şirketler aralarında Lüksemburg, Hollanda, İngiltere gibi ülkelerin bulunduğu merkezlerde ya da off-shore merkezlerinde yer alabilmektedirler. Böylece bu şirketlerin elde ettikleri kazançlar Türkiye’de vergilendirilmemektedir. Ayrıca bu oluşumlara yerli sermaye katılımı gözlenmemektedir.
- c) Sektörde rol alan şirketlerin kurumsal yapıları dikkate alındığında temelde iki farklı modelin geçerli olduğu görülmektedir:
- d) Yerel (SPK) mevzuata dayalı Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı modeli (Yerel Model)
- e) Uluslararası alanda kabul gören uygulamaların geçerli olduğu mevzuata dayalı model (Küresel Model)
- f) Bu gelişmeler paralelinde Sermaye Piyasası Kurulu, girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına ilişkin düzenlemede bazı yenilikler yaparak, yerel modelin benimsenmesi için uluslararası alanda genel kabul gören uygulamalara kapı aralamaya çalışmıştır. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu’nun bu düzenlemelerinin de girişim sermayesi yatırım ortaklıklarına beklenen ilgiyi sağlayamadığı ve modele yönelik temeldeki olumsuz algıyı tam olarak gideremediği düşünülmektedir.
- g) Ancak Sermaye Piyasası Kurulu’nun girişim sermayesine yönelik düzenlemelerinde getirdiği yeniliklerin sınırını yasal düzenleme çizmekte ve uluslararası genel kabul gören uygulamalara yaklaşan yasal bir altyapı için ilgili kanunlarda yeniliklere gereksinim bulunduğu görülmektedir.
- h) Türkiye’de girişim sermayesi sektöründeki farklı örnekler dikkate alınarak bunların temelindeki yapılanmaların olumlu yönlerini aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.
 - Yatırım kararlarının alınmasında bağımsız ya da belirli derecede özerk yapı.
 - Alanında deneyim sahibi ve birlikte çalışma pratiği kazanmış bir yönetici takımı.
 - Girişimin yöneticilerini başarıya yönlendiren yeterli maddi teşvikin varlığı.
 - Güçlü fon sağlama olanaklarının varlığı.
 - Devletin doğrudan müdahale etmeksizin destekleyici ve yasal çerçeveyi belirleyen katkısı.

Sermaye Piyasası Kanunu Taslağı içinde de yer verilebileceği anlaşılan “Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları”nın (DSYO) esnek yapısı, girişim sermayesi sektöründe genel kabul gören “sınırlı ortaklık-limited partnership” yapısının gereklerine uygun bir yapılanmaya da olanak vermektedir. Bu yapının geçerli olduğu genel kabul gören bir örnek ise Lüksemburg Uzmanlaşmış Yatırım Fonları (Specialised Investment Funds -SIF) mevzuatıdır. Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı (DSYO) modeli, gerek farklı nitelikteki alt fonları içerisinde barındırabilen şemsiye yapısı ve gerekse fonların fonu (FoF) yapılanması için uygun olması nedeniyle Türkiye’de bir ilk olarak 2007 yılında faaliyete geçen İstanbul Venture Capital Initiative-iVCi’nin de hukuki alt yapısını oluşturmuştur. Paydaşları arasında yerel ve uluslararası kamu ve özel sektör kuruluşlarının yer aldığı iVCi, girişim sermayesi sektöründe “iyi uygulama örneği” olarak görülmektedir.

Sonuç olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklığı (DSYO) modelinin yerel mevzuata dahil edilmesi seçeneği korunurken, yurtdışı mevzuata dayalı oluşumunun da incelenmesi ve gereksinimlere göre geliştirilebilmesinin desteklenmesinde yarar bulunmaktadır.

Kaynakça

Actera Group Hakkında. Erişim Adresi http://www.acteragroup.com/en_about.asp
Delloite (2007), Türkiye’de Girişim Sermayesi- Türk Şirketleri ve Yatırımcılar İçin Pratik Yaklaşımlar, http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Turkey/Local%20Assets/Documents/turkey-tr_cf_PEinTurkey_180707.pdf

Grabenwarter, U. & Weidig, T., (2005). Exposed to the J Curve-Understanding and Managing Private Equity Fund Investments. London, Euromoney Books.

- IMF (2000) "Offshore Financial Centers – IMF Background Paper - June 23, 2000"
<http://www.imf.org/external/np/mae/oshore/2000/eng/back.htm>
- İstanbul Venture Capital Initiative - iVCi. Erişim Adresi <http://www.ivci.com.tr/Default.aspx?id=12>
- İş Girişim Tarihçesi. Erişim Adresi <http://www.isgirisim.com.tr/TR/tarihce.asp>
- Kaya,A., Genel Olarak Risk Sermayesi Yatırım Ortaklıkları Mevzuatı ve Değişiklik Önerileri, Sermaye Piyasası Kurulu, http://www.turkvca.org/articles/AAbdullahKaya_20020924.doc
- Kildokum,H., (1993). Risk Sermayesi ve Türkiye’de Uygulanma Koşulları Üzerinde Teknik Bir Yaklaşım, Yüksek Lisans Tezi, Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Kildokum,H., (1995). Risk Sermayesi ve Türkiye Uygulaması, Uzman Gözüyle Bankacılık, Aralık1995, 34-38.
- Kobi Girişim A.Ş. Tarihçesi. Erişim Adresi <http://kobias.com.tr/kobiportal/tarihce.html>
- Meyer,T.& Mathonet, P.Y., (2006). Beyond the J Curve-Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds. England, Wiley Finance.
- Myatt, M., (2006). Private Equity vs. Venture Capital, Ezine Articles.
<http://ezinearticles.com/?Private-Equity-vs.-Venture-Capital&id=250499>
- Okat, Y.Ö., (2000). Kollektif Yatırım Modellerine ilişkin AT ve Ülkemiz Düzenlemelerinin Karşılaştırılması ve Yeni Bir Kollektif Yatırım Modeli Olarak Değişken Sermayeli Yatırım Ortaklıkları (Investment Companies With Variable Capital), Yeterlilik Etüdü, Sermaye Piyasası Kurulu.
- Reha Girişim Tarihçesi. Erişim Adresi <http://www.rheagirisim.com/hakkimizda/tarihce/>
- Santa Consultants (2010), Private Equity in Turkey,
http://www.collierinstitute.com/Content/pdf/Private%20Equity%20in%20Turkey_Santa.pdf
- Sermaye Piyasası Kurulu (2004), Seri VI No:15 Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklıklarına İlişkin Esaslar Tebliği, <http://www.spk.gov.tr/apps/Mevzuat/?submenuheader=-1>
- Teknoloji Yatırım A.Ş. Erişim Adresi <http://www.teknolojiyatirim.com.tr/teknolojiyatirim.asp?pg=2>
- Turan Erol (2008) "Şirket Finansmanı ve Halka Açılmada Yeni Yol Haritası: Girişim Sermayesi ve Özel Sermaye Şirketleri" Panelinde Yapılan Konuşma, İstanbul 21.03.2008.
- Turkven. Erişim Adresi <http://www.turkven.com/>
- Türkiye Teknoloji Geliştirme Vakfı Tarihçesi. Erişim Adresi <http://www.ttgvg.org.tr/tr/kurulus-ve-tarihce>
- Vedat Akgiray (2011), "SPK Kanunu'nda Taslak Çalışma Tamam"(SPK Başkanı Vedat Akgiray'ın Açıklamaları), Dünya Gazetesi, 16.09.2011, http://www.dunya.com/spk-kanununda-taslak-%C3%A7al%C4%B1%C5%9Fma-tamam_132600_haber.html
- Yeni Aktüel (2009), ABD Üniversiteleri Zakkumu Araştırıyor, Sayı 196,2009
<http://www.yeniaktuel.com.tr/tur112,196@2100.html>

Fonun J Eğrisi

